

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

SUOMEN TYÖELÄKEVAKUUTTAJIEN SJOITUSTOIMINTA JA SEN TULEVAISUUS

Vakuutustiede

Pro gradu -tutkielma

Tammikuu 2017

Tekijä: Niko Karhapää

Ohjaaja: Lasse Koskinen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu: vakuutustiede
Tekijä:	KARHAPÄÄ, NIKO
Tutkielman nimi:	Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta ja sen tulevaisuus
Pro gradu -tutkielma:	113 sivua, 2 liitesivua
Aika:	Tammikuu 2017
Avainsanat:	Työeläkejärjestelmä, eläkerahastot, eläkelaitos, sijoitustoiminta, sääntely, pääomamarkkinat

Suomen työeläkejärjestelmä hallinnoi merkittävän suuruista sijoitusvarallisuutta, jonka sijoittaminen on järjestelmän toinen tärkeä tehtävä eläketurvan toimeenpanon ohella. Eläkerahastojen sijoitustuottojen avulla varaudutaan eläkemenon kasvuun. Sijoitustoiminnasta vastaavat Suomen hajautetussa työeläkejärjestelmässä useat erilaiset työeläkevakuuttajat. Yksityisalojen työntekijöiden työeläkelaitoksia ovat keskenään kilpailevat työeläkeyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat. Julkisalojen työntekijöiden työeläketurvaa toimeenpaneavat ja eläkevaroja sijoittavat erilaiset työnantajakohtaiset laitokset. Laitosten yhteiskunnallisesti merkityksellinen sijoitustoiminta kohtaa parhaillaan ja seuraavien vuosien aikana erilaisia muutostekijöitä järjestelmän ominaisuuksien, demografisten tekijöiden ja pääomamarkkinoiden kehityksen myötä. Tässä tutkimuksessa on tarkoitus muodostaa näkemys siitä, millaista erityyppisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta on ja mistä sen ominaisuudet johtuvat, sekä kartoittaa sitä, millaiset tulevaisuuden näkymät työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnalla on. Erilaisten työeläkelaitosten sijoitustoiminnan erityispiirteitä ja niiden taustalla vaikuttavia tekijöitä ei ole aiemmin tutkittu, etenkin nykyaikaisesta tilanteesta.

Tutkimus on pääasiassa kvalitatiivinen tutkimus. Tutkimusaineiston ensimmäinen osa koostuu seitsemän eri työeläkelaitoksissa ja yhden sosiaali- ja terveysministeriössä tehdyn tutkimushaastattelun tuloksista. Haastateltavat ovat haastatelluissa laitoksissa ja ministeriössä työskennelleitä henkilöitä, joilla on laaja kokemus tutkimuksen aihepiiristä. Haastattelut on toteutettu yksilöllisinä ja puolistrukturoituina teemahaastatteluina ja niiden tulokset on analysoitu käyttäen aineistolähtöistä laadullista sisällönanalyysia. Tutkimusaineiston toinen osa koostuu Finanssivalvonnan ja alan edunvalvontajärjestöltä TELA ry:ltä valmiina kerätystä laitosten sijoitustoimintaa kuvaavasta numeerisesta aineistosta, jonka perusteella on tehty vertailevaa aikasarjatutkimusta. Tutkimuskysymyksiin on vastattu käyttäen rinnakkain teoriapohjaa, haastattelujen tuloksia ja numeerista aineistoa.

Tutkimuksen perusteella on ilmeistä, että sijoitustoiminnassa on järjestelmän piirteistä ja laitosten omista toimintatavoista johtuvia eroja laitostyyppien välillä ja sisällä. Yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaa voidaan kuvailla kilpailu-, sääntely- ja riskienhallintalähtöiseksi. Julkisalojen laitosten sijoitustoimintaa määrittää kilpailun ja vakavaraisuussääntelyn puuttuessa pääasiassa niiden sisäinen tavoitteenasetanta. Vaikka tutkimuksessa on tunnistettu järjestelmän piirteistä johtuvia vaikutuksia laitosten sijoitustoimintaan, minkään tietyn tyyppisen laitoksen paremmuutta sijoitustoiminnassa ei voida suoraan osoittaa. Tutkimuksen perusteella vaikuttaa selvältä, että laitosten sijoitustoiminnan ja järjestelmän taloudellisen kestävyys tulevaisuuden edellytykset ovat haastavat ainakin keskipitkällä aikavälillä erityisesti pääomamarkkinoiden vaikeasti ennustettavasta kehityksestä johtuen. Vaikutuksia voidaan kuitenkin lieventää mukauttamalla järjestelmää ja laitosten sijoitustoimintaa muutoksiin esimerkiksi sääntelyä kehittämällä. Eläkejärjestelmän kestävyys vaikuttaakin sijoitustoiminnan lähitulevaisuuden haasteista riippumatta pitkällä aikavälillä turvatulta, mikäli talouskasvu ja työllisyys kehittyvät odotetusti.

SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Aihealueen esittely	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset	2
1.3	Keskeiset käsitteet ja rajaukset	4
1.4	Tutkimuksen tieteelliset lähtökohdat.....	6
1.5	Tutkimusmenetelmät ja –aineisto	7
1.5.1	Tutkimusmenetelmät	7
1.5.2	Tutkimusaineisto	10
1.6	Aikaisemmat tutkimukset ja teoreettinen viitekehys.....	11
1.6.1	Aikaisemmat tutkimukset.....	11
1.6.2	Teoreettinen viitekehys	13
1.7	Tutkielman rakenne	13
2	SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ.....	14
2.1	Työeläkejärjestelmän rakenne ja rahoitus	14
2.1.1	Työeläkejärjestelmien rakenne ja rahoitus	14
2.1.2	Suomen työeläkejärjestelmän rakenne ja rahoitus	17
2.2	Työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta	21
2.2.1	Työeläkejärjestelmien sääntely ja valvonta.....	21
2.2.2	Suomen työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta	23
2.3	Erilaiset työeläkevakuuttajat.....	29
2.3.1	Työeläkevakuutusyhtiöt	29
2.3.2	Eläkesäätiöt ja –kassat.....	31
2.3.3	Julkisalojen työeläkevakuuttajat	33
3	TYÖELÄKEVAKUUTTAJIEN SIOITUSTOIMINTA	36
3.1	Sijoitustoiminnan teoriaa.....	36
3.1.1	Erilaiset sijoituskohteet	36
3.1.2	Sijoitussalkun määrittäminen	38
3.1.3	Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi	40
3.1.4	Aktiivinen ja passiivinen sijoitustoiminta	41
3.1.5	Sijoitustoiminnan riskienhallinta.....	42
3.2	Työeläkevakuuttajat sijoittajina.....	43
3.2.1	Institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminta	43
3.2.2	Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta.....	46
3.3	Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden edellytykset	52
3.3.1	Tiedossa olevien sääntelyn muutosten vaikutukset.....	52
3.3.2	Demografisten tekijöiden muutosten vaikutukset	54
3.3.3	Pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden kehityksen vaikutukset.....	55

4	TYÖELÄKEVAKUUTTAJIEN	SIJOITUSTOIMINTAA	KUVAAVAA
	KVANTITATIIVISTA TARKASTELUA		57
4.1	Aineiston kuvaus		57
4.2	Yksityisalojen työeläkelaitosten vakavaraisuus vuosina 2011 - 2015.....		57
4.3	Työeläkelaitosten sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 - 2015		59
4.4	Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tuotto vuosina 1998 - 2015		61
5	TUTKIMUSHAASTATTELUIJEN TULOKSET		63
5.1	Aineiston kuvaus, keruu ja analyysi		63
5.2	Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan lähtökohdat		65
5.2.1	Yksityisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa määrittäviä erityispiirteitä ..		65
5.2.2	Julkisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa määrittäviä erityispiirteitä		67
5.2.3	Sijoitusten hajauttaminen		68
5.2.4	Sijoitustoiminnan organisointi		69
5.2.5	Sijoitustoiminnan päätöksenteko.....		70
5.2.6	Sijoitustoiminnan ulkoistaminen.....		72
5.2.7	Erilaiset sijoitusstrategiat		73
5.3	Suomen työeläkejärjestelmän piirteiden, sääntelyn ja valvonnan vaikutukset työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan		76
5.3.1	Järjestelmän käytännön vaikutukset yksityisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan		76
5.3.2	Järjestelmän käytännön vaikutukset julkisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan		78
5.3.3	Järjestelmän koettuja hyviä ominaisuuksia		79
5.3.4	Järjestelmän koettuja ongelmia		80
5.4	Erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erityispiirteet		84
5.4.1	Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan erityispiirteet.....		84
5.4.2	Eläkesäätiöiden ja -kassojen sijoitustoiminnan erityispiirteet		85
5.4.3	Julkisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erityispiirteet		88
5.4.4	Kokoluokasta syntyvät erot eri työeläkevakuuttajien välillä		91
5.5	Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuus.....		93
5.5.1	Järjestelmän, sääntelyn ja valvonnan kehityksen vaikutukset		93
5.5.2	Demografisten tekijöiden muutosten vaikutukset		98
5.5.3	Pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden kehityksen vaikutukset.....		100
6	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET		104
6.1	Tutkimuskysymyksiin vastaaminen		105
6.1.1	Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan lähtökohdat.....		105
6.1.2	Suomen työeläkejärjestelmän ja sen sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn ja valvonnan vaikutukset työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan.....		106
6.1.3	Erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erot ja erityispiirteet		108
6.1.4	Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden näkymät		109

6.2	Tutkimuksen arviointia sekä jatkotutkimusaiheita	111
-----	--	-----

LÄHDELUETTELO

LIITE 1: TYÖELÄKELAITOSTEN HAASTATTELURUNKO

LIITE 2: SOSIAALI- JA TERVEYSMINISTERIÖN HAASTATTELURUNKO

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELOT

Kuvio 1 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys	13
Kuvio 2 Työeläkeyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen keskimääräinen riskiperusteinen vakavaraisuusasema vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)	58
Kuvio 3 Työeläkeyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen keskimääräinen vakavaraisuusaste vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)	58
Kuvio 4 Kaikkien työeläkevakuuttajien nimelliset sijoitustuotot sijoituskohdeluokittain	61
vuosina 2004 – 2015 (Lähde: TELA)	61
Kuvio 5 Yksityisalojen ja julkisalojen työeläkevakuuttajien nimelliset sijoitustuotot vuosina 2004 - 2015 (Lähde: TELA)	62
Taulukko 1 Työeläkeyhtiöiden sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)	59
Taulukko 2 Eläkesäätiöiden ja -kassojen sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)	60
Taulukko 3 Julkisalojen työeläkelaitosten sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: TELA)	60
Taulukko 4 Nimelliset sijoitustuotot sijoituskohdeluokittain vuosina 1998 – 2015 ja 2011 – 2015 (Lähde: TELA)	62
Taulukko 5 Nimelliset sijoitustuotot laitostyypeittäin vuosina 1998 – 2015 ja 2011 – 2015 (Lähde: TELA)	62

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely

Tämän tutkielman aihealueena on suomalaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta. Suomen työeläkejärjestelmä hallinnoi merkittävän suuruista varallisuutta, jonka sijoittaminen on sen toinen pääasiallinen tehtävä eläkkeisiin itseensä liittyvien toimintojen, kuten eläkemaksujen keräämisen ja eläkkeiden maksamisen ohella. Rahastoitujen työeläkevarojen sijoittamisen tarkoituksena on tuottaa sijoitustuottojen muodossa työeläkemaksujen ohelle toinen rahoituskanava ja näin turvata järjestelmän taloudellinen kestävyys ja vaikuttaa tulevaisuudessa perittävien työeläkemaksujen tasoon. Kuten kaikessa sijoitustoiminnassa, myös työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa tavoitellaan mahdollisimman hyvää tuottoa. Sitä on kuitenkin rajoitettu, merkittävimmin yksityisalojen työeläkevakuuttajia koskevilla vakavaraisuussäännöksillä. (TELA, Työeläketalouden perusteet) Koska työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tarkoitus on osaltaan turvata eläketurvan riittävä taso etuusperusteisessa ja osittain rahastoivassa työeläkejärjestelmässämme, sen onnistumisella on merkittäviä vaikutuksia koko yhteiskuntaan.

Suomalaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta poikkeaa muiden sijoittajien sijoitustoiminnasta. Vaikka osa niistä onkin yksityisiä laitoksia, ne kaikki toteuttavat julkisen vallan alaisuudessa hallinnollista sosiaaliturvan piiriin kuuluvaa tehtävää. Laitokset sijoittavat varallisuutta, jonka käyttöön liittyy paljon sosiaalisia ja polittisia intressejä sekä julkista keskustelua. Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta vaihtelee laitoksesta toiseen, sillä eri laitoksilla on erilaisia sijoitusnäkemyksiä ja niiden pohjalta muodostettuja sijoitusstrategioita, erilaisia tapoja organisoida toimintaa ja tehdä päätöksiä sekä erilaiset resurssit käytettävissään. Sijoitustoiminnan edellytykset vaihtelevat merkittävästi myös laitostyypistä toiseen, sillä kutakin laitostyyppiä koskee erilainen sijoitustoimintaa määrittävä sääntely. Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa ohjaakin maailmanlaajuisesti vertaillen ainutlaatuinen sääntelyn ja valvonnan muodostama järjestelmä.

Lähi vuosina järjestelmää koskevat monet kaikkiin laitostyyppeihin vaikuttavat muutokset. Sääntelyn muutosten ohella sijoitustoiminnassa on huomioitava myös demografiset riskit järjestelmän taloudelliselle kestävyydelle sekä maailmantalouden ja kansainvälisten pääomamarkkinoiden aiempaa vaikeampi ennakoitavuus ja monimutkaistuminen. Olemassaolevia riskienhallinnan toimenpiteitä ja käytäntöjä voidaan joutua uudistamaan. Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan on vastattava jatkossa erilaisiin haasteisiin kuin aiemmin, ja tavat varautua ja suhtautua tulevaisuuteen voivat olla erityyppisissä laitoksissa erilaisia.

Aihe on ajankohtainen, sillä työeläkejärjestelmään kohdistuu kolmelta eri taholta muutoksia, jotka vaikuttavat laitosten toimintakenttään ja sijoitustoiminnan edellytyksiin tulevaisuudessa. Ensinnäkin sääntelyn ja valvonnan muodostama kokonaisuus kehittyy eläkeuudistuksen, uudistuvan vakavaraisuussääntelyn ja muiden uudistusten myötä. Toiseksi demografiset tekijät kehittyvät maailmanlaajuisesti ja myös Suomessa siten, että niillä on vaikutuksia työeläkejärjestelmiin esimerkiksi huoltosuhteen heikkenemisen myötä. Kolmanneksi maailman- ja kansantalouden epävarmat tulevaisuudennäkymät ja rahoitusmarkkinoiden jatkuva monimutkaistuminen ja entistä vaikeampi ennustettavuus asettavat työeläkelaitosten sijoitustoiminnalle uusia haasteita.

Tutkimuksen mielenkiinnon kohteena ovat erityyppisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erot ja erityispiirteet ja sen teko on aiheellista, sillä niitä ei ole aiemmin tutkittu koko työeläkejärjestelmän rakenteen ja sääntelyn asettamien rajoitteiden tai mahdollisuuksien näkökulmasta. On kuitenkin muistettava, että erityyppisten laitosten sijoitustoiminta ei ole suoraan vertailukelpoista erilaisten lähtökohtien vuoksi. Ymmärrys erityyppisten työeläkelaitosten sijoitustoiminnan eroista ja niiden taustalla vaikuttavista tekijöistä olisi kuitenkin hyödyksi järjestelmää edelleen kehitettäessä ja auttaisi ymmärtämään, millaisessa tilanteessa työeläkejärjestelmämme rahastoitujen varojen hoito tällä hetkellä ja tulevaisuudessa on.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset

Tutkimuksen tavoitteena on muodostaa kokonaiskuva sijoitustoiminnasta ja sen tulevaisuuden näkymistä erilaisissa työeläkelaitoksissa. Tarkoitus on kuvata yleisellä tasolla erityyppisten

työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erityispiirteitä ja niiden taustalla olevaa järjestelmää. Toisaalta tutkimuksen tarkoitus on kuvata järjestelmää, Suomen kansantaloutta, maailmantaloutta ja kansainvälisiä pääomamarkkinoita koskevien muutosten mahdollisia vaikutuksia laitosten sijoitustoimintaan tulevaisuudessa. Tutkimuskohteena ovat työeläkeyhtiöt, eläkesäätiöt ja –kassat sekä julkisalojen työeläkevakuuttajat, joiden välisiä sijoitustoiminnan eroja pyritään kuvaamaan ja selittämään. Sijoitustoiminnan taustalla vaikuttavista tekijöistä huomioidaan paitsi järjestelmään eksplisiittisesti kuuluvat tekijät, kuten lainsäädäntö ja viranomaisten ohjeet ja asetukset, myös implisiittisemmät tekijät, kuten yleisesti institutionaalisten sijoittajien käytössä olevat toimintatavat ja sijoitustoimintaa tavalla tai toisella ohjaavat omistajaohjaukselliset, poliittiset ja sosiaaliset intressit. Näistä tekijöistä pyritään saamaan tietoa haastatteluin.

Tutkimuksen tavoitteita havainnoillistetaan määrittämällä seuraavat neljä tutkimuskysymystä, joihin tutkimuksessa pyritään vastaamaan:

1. Millaisista lähtökohdista Suomen työeläkevakuuttajat tekevät sijoitustoimintaa?
2. Miten Suomen työeläkejärjestelmän piirteet ja sitä koskeva sääntely ja valvonta vaikuttavat työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan käytännössä?
3. Millaisia eroja ja erityispiirteitä erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa on?
4. Millaiset näkymät tiedossa olevat sääntelyuudistukset ja demografisten tekijöiden sekä markkinoiden kehityssuunnat luovat erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle tulevaisuudessa?

Ensimmäiseen tutkimuskysymykseen vastaamalla selvitetään millaista työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta on lähtökohdiltaan. Toiseen tutkimuskysymykseen vastaamalla selvitetään mistä järjestelmätason tekijöistä ensimmäisen tutkimuskysymyksen kartoittamat erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan ominaispiirteet johtuvat ja miten eri tekijät vaikuttavat. Kolmanteen tutkimuskysymykseen vastaamalla selvitetään millaisia eroja erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa on ja mistä ne johtuvat. Neljänteen tutkimuskysymykseen vastaamalla selvitetään miltä työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden edellytykset vaikuttavat. Yhdistämällä näiden neljän tutkimuskysymyksen vastauksia voidaan esittää kuvaus sijoitustoiminnan nykytilasta ja näkemyksiä sen tulevaisuudesta.

1.3 Keskeiset käsitteet ja rajaukset

”*Eläke* on säännöllinen tulo, jota saa työuran jälkeen. Eläke voi olla *työeläke* tai kansaneläke.” (TELA, Eläkesanasto)

”*Työeläkevakuutus* on osa suomalaista lakisääteistä sosiaaliturvaa. Se on *etuusperusteinen*, eli eläketurvan sisältö on määritelty lainsäädännössä. -- Osa maksettavista eläkkeistä katetaan *sijoitustoiminnan* tuotoilla. Sijoitustoiminnan tuottoja kertyy siitä, että neljäsosa kerättävistä eläkemaksuista rahastoidaan tulevia eläkkeitä varten. -- Sijoitustoiminnan tarkoituksena on tukea järjestelmän pitkän aikavälin kestävyyttä.” (TELA, Työeläkejärjestelmän perusteet) ”Vakuutusta, johon maksetaan eläkemaksuja ja joka maksaa annuiteettimuotoista eläke-etuutta vakuutuksen ottajan kuolemaan saakka, voidaan sanoa *eläkevakuutukseksi*”. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 45)

”*Eläkerahastot* tarkoittavat varoja, joita eläkelaitokset ovat sijoittaneet. Varat ovat peräisin työeläkevakuutusmaksuista ja tarkoitettu eläkkeiden maksamiseen.” (TELA, Eläkesanasto) Vuoden 2016 syyskuun lopussa työeläkevakuuttajien yhteenlaskettu sijoitettujen eläkevarojen määrä oli 184,5 miljardia euroa. (TELA, Sijoitusanalyysi)

”Työeläkevakuuttajien *vakavaraisuudella* tarkoitetaan niiden kykyä selviytyä eläkevakuutustoiminnan kohtaamista riskeistä. Vakavaraisuutta koskevalla sääntelyllä määritellään työeläkesijoittamisessa sallittu riskitaso ja siten myös raamit sijoitustoiminnassa tavoiteltaville tuotoille.” (TELA, Vakavaraisuusuudistus)

”*Työeläkelaitos* hoitaa ja maksaa työeläkkeitä. Eläkelaitos voi olla eläkeyhtiö, eläkesäätiö, eläkekassa tai alakohtainen eläkelaitos.” (TELA, Eläkesanasto) Tässä tutkimuksessa käytetään rinnakkain työeläkelaitos-käsitteen kanssa myös muotoa *laitos* sekä samaa tarkoittavaa käsitettä *työeläkevakuuttaja*.

”*Työeläkevakuutusyhtiöt* hoitavat yksityisten alojen työntekijöiden ja yrittäjien työeläketurvaa. Työeläkevakuutusyhtiöt eivät saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa. -- Työeläkevakuutusyhtiö voi olla oikeudelliselta muodoltaan joko keskinäinen vakuutusyhtiö tai vakuutusosakeyhtiö.” (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat)

”*Eläkesäätiö* hoitaa yhden tai useamman työnantajan tai konsernin palveluksessa olevien työntekijöiden työeläketurvaa. Eläkesäätiö ei saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa.” (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat)

”*Eläkekassa* hoitaa yhden työnantajan, konsernin tai samaan toimialaan kuuluvien työnantajien palveluksessa olevien henkilöiden työeläketurvaa. Eläkekassa voi myös hoitaa yrittäjien eläketurvaa. Eläkekassa ei saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa.” (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat)

”*Keva* hoitaa kunta-alan, valtion ja evankelisluterilaisen kirkon työntekijöiden työeläketurvaa. Lisäksi Keva toimeenpanee Kansaneläkelaitoksen työntekijöiden toimeenpane-eläkkeet. -- Kunta-alan henkilöstön osalta Keva huolehtii sekä työeläketurvasta että sen rahoituksesta. Keva hoitaa jäsenyhteisöjensä työntekijöiden eläketurvan. Kevan jäseniä ovat kaikki Suomen kaupungit, kunnat ja kuntayhtymät sekä valtaosa kunnallisista yhdistyksistä ja osakeyhtiöistä.” (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat)

”*Valtion Eläkerahasto* on vuonna 1990 perustettu rahasto, jonka päätehtävä on hallinnoida ja sijoittaa sille uskottuja eläkevaroja. Rahaston avulla valtio varautuu tulevaisuudessa maksettavien eläkkeiden rahoitukseen ja eläkemenojen tasaamiseen. -- VER on niin sanottu *puskurirahasto* eli rahastolla ei ole yksilöllisesti katettavia eläkevastuita kuten työntekijäin eläkelakia (TyEL) toimeenpaneissa eläkeyhtiöissä. Tämän vuoksi VER:lla ei ole *vakavaraisuutta* koskevia määräyksiä.” (VER, Päätehtävä)

Keskeisin tutkimuksen raja on se, että tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan vain Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa. Kaikki muu laitosten toiminta, esimerkiksi eläkemaksujen kerääminen, asiakassuhteiden ylläpito ja eläke-etuuksien maksu jätetään tarkastelun ulkopuolelle sikäli kuin se ei olennaisesti liity sijoitustoimintaan.

Toinen keskeinen raja liittyy tutkittaviin työeläkevakuuttajiin, joista tarkastellaan yksityisalojen työeläkevakuuttajia eli työeläkeyhtiöitä, eläkekassoja ja eläkesäätiöitä sekä julkisalojen työeläkevakuuttajista Kevaa ja VER:a. Yrittäjien, maatalousyrittäjien ja merenkulkijoiden työeläkejärjestelmää ei käsitellä, sillä kyseessä on puhdas jakojärjestelmä, jossa eläkemaksuja ei rahastoida lainkaan, vaan maksutasoa tuetaan ja eläkevastuita katetaan sijoitustoiminnan tuottojen sijaan suoraan verovaroista (TELA, Työeläkejärjestelmän toimeenpano ja kustannukset). Näiden

alojen työeläkevakuuttajien eli Merimieseläkekassan, maatalousyrittäjien eläkelaitos MELA:n ja pienempien toimijoiden, kuten Ahvenanmaan maakuntahallituksen, ortodoksisen kirkon ja Suomen Pankin rahoituksessa sijoitustoiminta ei toteuta samanlaista tehtävää kuin muilla työeläkevakuuttajilla. Ne ovat myös sekä eläkevastuun määrässä että sijoitusvarallisuudessa mitattuna kokoluokaltaan muita laitoksia huomattavasti pienempiä, joten niiden rajaaminen tutkimuksen ulkopuolelle ei aiheuta merkittäviä ongelmia tutkimustulosten tulkinnassa.

Kolmantena rajauksena tutkimuksessa tarkastellaan sijoitustoiminnan osalta vain lakisääteisten työeläkevarojen sijoittamista. Lakisääteistä työeläketurvaa järjestävien laitosten harjoittama lisäeläketoiminta jätetään tässä tarkastelussa huomiotta, sillä se kuuluu erilaisen sääntelyn piiriin. Lisäksi se on sijoitusvarallisuudeltaan lakisääteisen työeläketurvan rahastoihin verrattuna pienikokoista. Vuoden 2015 lopussa lisätyöeläketurvan rahastoitujen varojen yhteenlaskettu arvo oli noin 4,6 miljardia euroa, kun lakisääteisen työeläketurvan rahastoidut varat kattoivat yhteensä noin 180,9 miljardia euroa (TELA, Sijoitusanalyysi).

1.4 Tutkimuksen tieteelliset lähtökohdat

Tutkimuksen pääasiallisena tavoitteena on kuvailla kohteena olevaa ilmiötä ja toisaalta myös pyrkiä selittämään sitä teorian ja empirian vuoropuhelun avulla. Tällaisiin tavoitteisiin soveltuu sekä kvalitatiivinen että kvantitatiivinen tutkimusote (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 138 – 139). Koska tutkimuksen ytimessä on kokonaisvaltaisen tiedon kerääminen tarkoituksenmukaisesti valitusta kohdejoukosta ja päätelmien teko induktiivisen analyysin keinoin, tutkimus on perusasetelmaltaan kvalitatiivinen tutkimus (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 164). Näin ollen tutkimusprosessi perustuu laadullisen aineiston subjektiiviseen tulkintaan (Eskola & Suoranta, 1998, 13 – 15). Kvalitatiivisen tutkimusprosessin myötä tutkimuksen ontologiset ja epistemologiset perusoletukset ovat, että todellisuus on sosiaalisesti konstruoitu ja tieto rakentuu ihmisten välisessä vuorovaikutuksessa (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 22 – 23).

Tutkimuksessa tärkeitä ovat myös kvantitatiiviselle tutkimukselle ominaiset piirteet, kuten aiempien teorioiden, hypoteesien ja tarkasti määriteltyjen käsitteiden keskeisyys (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 140). Koska tutkimuksen aihealueen ilmiöt ovat hyvin kuvailtavissa

kvantitatiiviselle tutkimusperinteelle ominaisen numeerisen aineiston avulla, sitä käytetään kvalitatiivisen aineistonkeruun ja analyysin tukena. Toisensa poissulkevaa jaottelua kvantitatiiviseen ja kvalitatiiviseen tutkimukseen pidetään nykyisin vanhanaikaisena, ja tutkimusmenetelmien yhdistäminen on yleistä (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 26 – 28). Rahoitusalan ilmiöihin keskittyvä tutkimus on perinteisesti kvantitatiivista ja lähtökohdiltaan hyvin positivistista. Siinä kehitettäviä teoreettisia malleja testataan empiriasta nousevin hypoteesein, ja mallit perustuvat tiettyihin oletuksiin esimerkiksi sijoittajien ja markkinoiden toiminnasta. (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 51) Tässä tutkimuksessa on osaltaan myös tämänkaltainen positivistinen tutkimusote, sillä teoriaa ja aiemmin esitettyjä malleja verrataan empiiriseen aineistoon pyrkien näin kuvaamaan tutkimuksen kohteena olevaa ilmiötä. Vaikka tutkimus nojaakin enimmäkseen kvalitatiiviseen perinteeseen, painopiste tutkimusongelmien kannalta ei ole ihmisten välisessä vuorovaikutuksessa tai sosiaalisissa rakenteissa, vaan objektiivisesti havainnoitavissa seikoissa, joita kuitenkin voidaan tulkita kvalitatiivisesti merkitysten kautta (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 23).

1.5 Tutkimusmenetelmät ja –aineisto

1.5.1 Tutkimusmenetelmät

Tämä tutkimus on määriteltyyn laajempaan tutkimuskontekstiin, Suomen työeläkejärjestelmään, asemoituva, osin kuvaileva ja osin selittävä case-tutkimus, jossa pyritään kuvailemaan tutkittavia ilmiöitä, etsitään yksityiskohtaista tietoa tarkasti määritellystä kontekstista ja tutkitaan tutkimuksen kohteita osana ympäristöään (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 134 – 135). Case-tutkimuksessa keskitytään joko yhteen toimijaan tai yksikköön tai laajemmin esimerkiksi tiettyyn toimialaan. Näistä tutkimusyksiköistä haetaan empiiristä tietoa, jonka perusteella pyritään kuvaamaan tai selittämään tutkittavia ilmiöitä. Kuvailevissa case-tutkimuksissa voidaan verrata eri yksiköitä toisiinsa ja kuvata niiden välisiä eroja. Selittävissä tutkimuksissa voidaan pyrkiä ymmärtämään ja selittämään havaittuja ilmiöitä olemassaolevan teorian pohjalta ja mahdollisesti muokkaamaan tai uudistamaan sitä, mikäli se ei tyydyttävästi selitä ilmiöitä. Näin voidaan positivistisen ja empiristisen tutkimuksen tavoitteiden mukaisesti pyrkiä induktiivisen päättelylogiikan keinoin

luomaan yleistäviä teorioita maailmasta. Tärkeää on käsitellä teorioita absoluuttisten totuuksien sijaan tilastollisina yleistyksinä, joiden piirissä poikkeukset ovat mahdollisia. (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 142 – 145) Case-tutkimusten roolina voidaan nähdä teorioiden soveltaminen niille uusiin ilmiöihin tai konteksteihin, josta seuraa teorioiden mahdollinen kehittäminen ja yleistäminen. Usein pienenkin otoksen pohjalta muodostetut yleistyksyt hyväksytään testattaviksi myöhemmin suurempien otosten avulla. (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 148 – 149) Tutkimuksen kohteena olevaa ilmiötä eli erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa ja sen erityispiirteitä ei ole aiemmin tutkittu etenkin nykyisessä sääntelyn, demografisten tekijöiden ja maailmantalouden tilanteen muodostamassa kontekstissa, joten yleistämään pyrkivä case-tutkimus on tutkimusmenetelmänä perusteltu valinta.

Tärkein aineistonkeruumenetelmä tutkimuksessa on puolistrukturoitu teemahaastattelu. Teemahaastattelulle on ominaista, että haastattelun yleiset teemat ja kysymysaihiot ovat ennalta määrättyt ja kaikille haastateltaville samat, mutta kysymysten tai vastausvaihtoehtojen tarkkaa muotoa tai järjestystä ei ole määritetty etukäteen. Teemahaastattelu mahdollistaa joustavan vuorovaikutuksen haastattelijan ja haastateltavan välillä ja korostaa ihmisten tekemiä tulkintoja asioista ja heidän niille antamiaan merkityksiä. (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 47 – 48) Teemahaastattelu on sopiva menetelmä tähän tutkimukseen, sillä tarkoituksena on saada selville, millaisena laitokset kokevat järjestelmän sijoitustoiminnalle asettamat puitteet ja millaisia merkityksiä ne antavat tutkittaville ilmiöille.

Haastattelujen tulokset esitetään siten, että haastateltavien anonymiteetti säilyy. Lisäksi haastateltavien edustamat tahot jätetään mainitsematta, lukuun ottamatta Kevaa, VER:a ja sosiaali- ja terveysministeriötä, joiden osalta se on mainittu, kun se on olennaista esitetyn asian informaatioarvon kannalta. Lähtökohtaisesti haastateltavien tai heidän edustamiensa tahojen tunnistamisen mahdollistavat tiedot eivät ole tutkimuksen kannalta oleellisia, sillä yksittäisten laitosten edustajien lausunnot pyritään yleistämään niin, että ne muodostavat kokonaiskuvaa laitostyypeittäin ja sosiaali- ja terveysministeriön edustajan lausunnoilla pyritään taustoittamaan tutkimuksen kohteena olevaa ilmiötä. Haastateltujen tausta ja toimenkuva sekä heidän edustamiensa tahojen pääpiirteet kuvataan luvussa 1.5.2 aineiston validiteetin toteamiseksi. Haastattelujen tekoa osana tutkimusprosessia kuvataan tarkemmin luvussa 5.1.

Case-tutkimukselle tyypilliseen tapaan tutkimusaineistosta pyritään nostamaan analyysissä esille teemoja ja johdonmukaisuuksia, jotka itsessään riittävät kuvaamaan ja selittämään ilmiötä, minkä lisäksi niitä tarkastellaan suhteessa olemassa olevaan teoriapohjaan (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 156 – 157) tutkijan omaan päättelyyn perustuen. Haastatteluaineiston analyysimenetelmänä käytetään sisällönanalyysia, joka on kvalitatiiviseen tutkimukseen soveltuva monipuolinen analyysimenetelmä. Sisällönanalyysi pyrkii muodostamaan tiivistetyn kuvauksen tutkittavasta ilmiöstä ja mahdollistaa sanallisen aineiston tulkinnan tutkimuksen tavoitteiden kannalta niin, että aineistosta saadaan esille yhteneviä ja eriäviä piirteitä. On kuitenkin huomioitava, että sisällönanalyysi ainoastaan järjestää aineiston lopullisia johtopäätöksiä varten. (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 91; 103) Sisällönanalyysin yleisen rungon (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 92) mukaisesti aluksi aineistosta erotellaan ja kootaan yhteen tutkimuskysymysten kannalta oleellinen sisältö ja rajataan muu pois. Tätä kutsutaan aineiston litteroinniksi ja sitä ei tule sekoittaa myös litteroinniksi kutsuttavaan, tässäkin tutkimuksessa ennen sisällönanalyysia tehtyyn haastatteluäänitteiden tekstimuotoon kirjoittamiseen.

Sisällönanalyysi etenee tässä tutkimuksessa menetelmän yleisen rungon mukaisesti siten, että litteroitu aineisto teemoitellaan eli siitä etsitään ja erotellaan tutkimuskysymysten kannalta keskeisiä teemoja (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 93; Eskola & Suoranta, 1998, 174 – 175). Teemojen esiintyvyys ja niissä ilmenevien yhteisten ominaisuuksien mukainen tyypittely (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 93) tuovat aineistosta esille seikkoja, joiden avulla pyritään vastaamaan tutkimuskysymyksiin teoriapohjaa ja tutkijan omaa päättelyä niiden rinnalla käyttäen. Analyysissa on sekä aineisto- että teorialähtöisen analyysin piirteitä. Koska tutkimuksessa etsitään perustietoa kohteena olevasta ilmiöstä ja pyritään kuvailemaan sitä, teoriapohja ja tutkimusprosessi rakentuvat osin empiirisen aineiston perusteella (Eskola & Suoranta, 1998, 19); toisaalta aikaisempaan tietoon perustuva kehys eli teoria vuorostaan konkreettisesti ohjaa aineiston analyysia (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 97). Koska tutkimuksessa pyritään selvittämään erityyppisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan eroavaisuuksia ja samankaltaisuuksia, sisällönanalyysi on tutkimuksessa luonteeltaan vertailevaa. Sisällönanalyysia ja teemoittelua prosessina tässä tutkimuksessa kuvataan luvussa 5.1.

Tutkimukseen kuuluu myös aikasarjatutkimuksen piirteitä sisältävä kvantitatiivinen osuus. Siinä esitetään soveltuvien osien työeläkelaitosten sijoitusportfolioiden koostumusta ja sijoitustoiminnan

tuottoja kuvaavia lukuja sekä yksityisalojen laitosten osalta vakavaraisuutta kuvaavia lukuja. Kvantitatiivisen osuuden tarkoituksena on esittää numeerinen pohja yhtäältä tutkielman teorialle, toisaalta tutkimushaastattelujen tuloksille ja lopulta tutkimuksen johtopäätöksille. Kvantitatiivinen aineisto soveltuu tutkimuksen osaksi legitimoimaan sisällönanalyysin tuloksia, koska tutkimuksen kohteena olevat ilmiöt ovat hyvin selitettävissä ja todistettavissa numeerisella tiedolla. Kvantitatiivista tarkastelua työeläkelaitosten sijoitustoimintaan esitetään luvussa 4.

1.5.2 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineiston pääosan muodostavat tutkimushaastattelujen tulokset, jotka ovat kvalitatiivista aineistoa. Kvalitatiivisessa tutkimuksessa aineiston koko ei ole yksiselitteisesti suoraan yhteydessä tutkimuksen onnistumiseen, vaan tärkeää on pyrkiä aineiston kylläntymiseen, jolloin uudet aineistoon liitetyt havainnot tai tapaukset eivät enää tuo uutta tietoa. Aineiston rajaamisen kriteerinä käytetään sen teoreettista kiinnostavuutta tutkimuskysymysten kannalta. Tulosten yleistettävyyden kannalta olennaista on, että aineisto muodostaa teoreettisesti eheän kokonaisuuden. (Eskola & Suoranta, 1998, 61 – 65) Eskola ja Suoranta (1998, 66) esittävät yleistettävyyden kriteereiksi haastateltavien valinnassa esimerkinomaisesti seuraavat kolme tässäkin tutkimuksessa toteutuvaa ehtoa: haastateltavien samankaltainen kokemusmaailma tutkimuksen hetkellä, haastateltavien tietämys tutkimusongelmasta ja haastateltavien kiinnostus tutkimusta kohtaan.

Haastateltavien valintaan ei ole yksiselitteistä oikeaa tapaa, vaan tutkijan on tehtävä valinnat sen mukaan, miten hän arvioi parhaiten saavansa tarvitsemansa tiedon (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 59 – 60). Tässä tutkimuksessa haastateltavat on valittu tutkimuskysymyksiin liittyvän asiantuntemuksen ja kokemuksen perusteella. Työeläkevakuuttajia edustavien haastateltavien valinnan edellytyksenä on ollut se, että heillä on työtehtäviensä puolesta riittävä kokemus ja ymmärrys tutkimuksen aihealueesta. Työeläkevakuuttajissa on tehty yhteensä seitsemän haastattelua: neljä eri työeläkeyhtiöissä, yksi eräässä eläkekassassa, yksi Kevassa ja yksi VER:ssä. Lisäksi yksi haastattelu on tehty sosiaali- ja terveystieteiden tutkimuskeskuksessa, jossa haastateltavan valinnan edellytyksenä on ollut asiantuntemus ajankohtaisista järjestelmään ja erityisesti sen sääntelyyn ja valvontaan

liittyvistä asioista. Tämän haastattelun tarkoituksena on ollut valottaa tutkittavien ilmiöiden taustaa ja tuoda aineistoon myös sääntelijän näkökulmaa.

Haastateltavat tahot on valittu siten, että työeläkeyhtiöt edustavat eri kokoluokkia ja toimintatapoja; näin mahdollistetaan mahdollisimman edustavan kokonaiskuvan muodostuminen ja saadaan variaatiota ja kylläntymistä aineistoon, sillä työeläkeyhtiöiden kilpailullisesta asemasta johtuen niiden toimintatavat ja näkemykset tutkittavista aiheista vaihtelevat suuresti keskenään. Säätiöitä ja kassoja edustamaan on valittu sijoitusomaisuudeltaan ja vakuutettujen määrältään suurikokoinen kassa. Säätiöiden edustajia ei ole tarpeellista haastatella erikseen, sillä säätiöiden ja kassojen sijoitustoiminta ei merkittävästi eroa toisistaan. Julkisista eläkevakuuttajista haastatteluun on valittu kaksi merkittävintä: Keva, Suomen suurin eläkevakuuttaja ja VER, sijoitusvarallisuudeltaan merkittävä puskurirahasto ja tutkimuksen kannalta tämän vuoksi ainutlaatuinen toimija.

Tutkimuksen kvantitatiivinen aineisto koostuu työeläkealan edunvalvontajärjestö Työeläkevakuuttajat TELA ry:n ja Finanssivalvonnan keräämistä tiedoista, jotka kuvaavat työeläkelaitosten vakavaraisuutta, sijoitussalkkujen koostumusta ja sijoitusten tuottoja. Tiedot ovat saatavilla TELA:n ja Finanssivalvonnan Internet-sivuilla, joille on koottu kattavasti työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa kuvaavia tilastoja.

1.6 Aikaisemmat tutkimukset ja teoreettinen viitekehys

1.6.1 Aikaisemmat tutkimukset

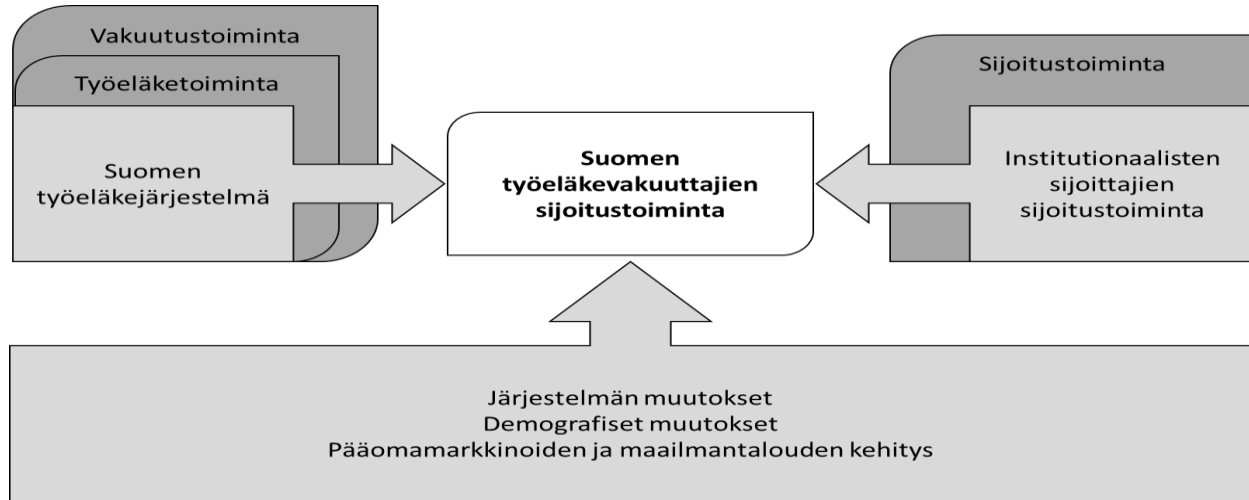
Suomen työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnasta erityyppisissä laitoksissa ei ole aiemmin tehty tätä tutkielmaa vastaavaa tutkimusta. Järjestelmän sijoitustoimintaa on kuitenkin tutkittu. Työeläkevarojen sijoitustoimintaa käsitteleviä ja eniten tämän tutkielman aihepiiriä koskettavia akateemisia tutkimuksia ovat Järvisen (2008), Mäkisen (2008) ja Majapuron (2012) pro gradu -tutkielmat. Järvinen on tutkinut sijoitustoimintaa suomalaisissa työeläkeyhtiöissä 2000-luvulla ja havainnut, että yhtiöt ovat siirtyneet riskipitoisempiin sijoituskohteisiin lisäämällä osakepainoaan sijoitussalkuissaan, jonka seurauksena sekä tuotot että niiden heilahtelu ovat nousseet. Mäkinen on

tutkinut hedgerahastoja osana työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa vastuullisuuden näkökulmasta ja toteaa, että hedgerahastoja on lisätty yhtiöiden sijoitussalkuissa, mutta niitä on vaikea arvioida vastuullisuuden kriteerein. Mäkinen esittää myös, ettei avoimen tiedottamisen vähäisyys ole ongelma, jos ja kun hedgerahastoihin tehdyt sijoitukset ovat olleet niille asetetun tehtävän mukaisesti tuottavia ja turvaavia. Majapuro on tutkinut eläkelaitosten välistä kilpailua ja todennut, että yhtäältä sijoitustoiminta on laitoksille kilpailukeino; toisaalta kilpailu nostaa koko alan sijoitustuottoja, kun laitokset käyttävät erilaisia strategioita. Lisäksi Kuntanen (2013) on tutkinut hieman tätä tutkimusta vastaavalla asetelmalla henkivakuutusyhtiöiden sijoitustoimintaa ja markkinariskien riskienhallintaa Solvenssi II -vakavaraisuuskehikossa ja havainnut, että oman vakavaraisuuskehikon luomisen sijaan tutkitut yhtiöt ovat päätyneet käyttämään valmista Solvenssi II -kehikkoa vakavaraisuuden mittaamiseen. Yhtiöt ovat tutkimuksen mukaan uskoneet sääntelyn vaikuttavan sekä niiden allokaatioon vaatien sen muokkaamista vähäriskisemmäksi että Suomen rahoitusmarkkinoihin yhtiöiden sijoitusten siirtyessä kotimaisista kohteista ulkomaille.

Tärkeimpiä katsauksia Suomen työeläkejärjestelmästä tämän tutkimuksen kannalta ovat Hillin ja Pennasen artikkeli järjestelmän rahoituksen uudistamistarpeista (2011), jossa sivutaan vakavaraisuusjärjestelmän vaikutuksia sijoitustoimintaan ja esitetään kehitysehdotuksia, Lassilan ja Valkosen artikkeli siitä, pitäisikö työeläkevarojen sijoittamisella olla muitakin tavoitteita kuin tuottavuus ja turvaavuus ja miten nämä tavoitteet vaikuttaisivat sijoitustoimintaa ohjaavasti (2011) sekä Sorsan artikkeli eläkejärjestelmien finanssoitumisesta (2011), jossa käsitellään eläkevarojen sijoitustoiminnan yleisiä kehityssuuntia.

Työeläkelaitoksia voidaan sijoitustoiminnan teoriassa tarkastella parhaiten institutionaalisten sijoittajien teorian kautta, vaikka Suomen työeläkejärjestelmä asettaakin omat erityispiirteensä niiden toimintaan. Maailmanlaajuisesti institutionaalisten sijoittajien sijoitustoimintaa ja siihen liittyviä ilmiöitä on tutkittu laajalti. Usein tutkittu ja tämän tutkimuksenkin kannalta olennainen teema on institutionaalisten sijoittajien vaikutus omistamiinsa sijoituskohteisiin, jota ovat tutkineet esimerkiksi Aggarwal, Erel, Ferreira ja Matos (2010), Bradley, Pantzalis ja Yan (2015) ja Woidtke (2001). Institutionaalisten sijoittajien päätöksentekotapojen vaikutuksia sijoitustoiminnan tuottoon ovat tutkineet muun muassa Dass, Nanda ja Wang (2013). Jotkin tutkijat, kuten Grinblatt ja Keloharju (1999), ovat tutkineet myös erilaisten sijoittajien toimintaa ja strategioita Suomen pääomamarkkinoilla.

1.6.2 Teoreettinen viitekehys



Kuvio 1 Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys (Kuvio 1) voidaan jakaa kolmeen osaan. Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan teoreettisen pohjan ensimmäisen osan muodostaa vakuutustoiminnan teoriaan kuuluva työeläkejärjestelmien rakennetta, rahoitusta, sääntelyä ja toimintaa käsittelevä teoria, jota voidaan soveltaa Suomen työeläkejärjestelmän kontekstiin. Teoriapohjan toisen osan muodostaa sijoitustoiminnan teoria, jota sovelletaan tutkimuksessa työeläkevakuuttajakontekstiin institutionaalisten sijoittajien sijoitustoimintaan keskittyvää teoriapohjaa käyttäen. Kolmas teoreettisen viitekehysten osa muodostuu laitosten toimintaympäristöstä ja siinä tapahtuvista niiden sijoitustoimintaan vaikuttavista muutoksista, jotka eivät työeläkejärjestelmien teorian ja sijoitustoiminnan teorian tavoin varsinaisesti muodosta teoreettista pohjaa Suomen työeläkelaitosten sijoitustoiminnalle, vaan vaikuttavat sen tulevaisuuden edellytyksiin.

1.7 Tutkielman rakenne

Tutkielman tekstiosuus jakaantuu johdantoon, teoriaosuuteen, empiriaosuuteen ja yhteenvedoon. Ensimmäisessä luvussa, johdannossa, esitellään tutkimuksen aihealue, tavoitteet, tutkimuskysymykset, keskeiset käsitteet, rajaukset ja tieteelliset lähtökohdat sekä kuvataan tutkimusmenetelmiä ja -aineistoa, aiempaa aihepiiristä tehtyä tutkimusta, tutkimuksen teoreettista viitekehystä ja tutkielman rakennetta. Teoriaosuus jakaantuu kahteen osaan, joista tutkielman luku kaksi kuvaa sekä yleisellä tasolla että Suomen tapauksessa työeläkejärjestelmien rakennetta ja ominaispiirteitä sekä niitä koskevaa sääntelyä ja valvontaa ja esittelee erilaiset työeläkevakuuttajat. Teoriaosuuden toinen osa, luku kolme, kuvaa tarkemmin työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan teoreettisia lähtökohtia. Luvun aluksi esitellään yleistä sijoitustoiminnan teoriaa, jonka jälkeen kuvataan työeläkevakuuttajien asemaa sijoittajina ja tulevaisuudessa niiden sijoitustoimintaan vaikuttavia tekijöitä. Empiriaosuus koostuu luvuista neljä ja viisi. Luvussa neljä esitetään työeläkelaitosten sijoitustoimintaa kuvaavaa numeerista aineistoa teorian ja johtopäätösten tueksi ja luvussa viisi esitetään tutkimushaastattelujen tulokset tutkimuskysymysten teemojen mukaan jaoteltuna. Luku kuusi sisältää tutkimuksen yhteenvedon ja johtopäätökset. Siinä vastataan tutkimuskysymyksiin ja arvioidaan tutkimusta sekä esitetään jatkotutkimusaiheita.

2 SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ

2.1 Työeläkejärjestelmän rakenne ja rahoitus

2.1.1 Työeläkejärjestelmien rakenne ja rahoitus

Työeläkejärjestelmillä on kaksi päätavoitetta: niin kutsutut ”piggy bank” ja ”Robin Hood” -tavoitteet (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013). ”Piggy bank”-tavoitteen mukaan eläkejärjestelmän tarkoitus on tarjota mekanismi kulutuksen tasaamiselle yksilön elinkaaren aikana, eli tuoda vakuutusturvaa vanhuuden köyhyysriskiä vastaan. Eläketurvalla paikataan

elinvaihejäämää, joka syntyy, koska ihminen kuluttaa enemmän kuin tuottaa elämänsä alku- ja loppuvaiheilla (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 20). Toisaalta ”Robin Hood” -tavoitteen mukaan eläkejärjestelmän tarkoitus on tasata tuloeroja ja vähentää köyhyyttä absoluuttisesti yhteiskunnan tasolla. Barrin ja Diamondin (2010) mukaan nämä tavoitteet tukevat toisiaan ja järjestelmien tulisi pyrkiä niiden yhdistämiseen. Järjestelmillä on myös niin kutsuttuja paternalistisia tavoitteita, joilla ohjataan yksilöiden valintoja ja välillisesti myös koko kansantalouden tasolla talouskasvun ja työn teon kannustimiin liittyviä tavoitteita (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 50). Yleinen ongelma eläkejärjestelmiä suunniteltaessa ja kehitettäessä on ollut, että implementointi on jäänyt liian vähälle huomiolle ja uudistuksiin sekä esimerkiksi sijoitustoiminnan tuottoihin on kohdistettu ylioptimistisia odotuksia. (Barr & Diamond, 2010)

Lakisääteisellä eläkejärjestelmällä voidaan uudelleenjakaa varallisuutta ja siirtää riskiä tavoilla, joihin yksityisvakuutus ei pysty. Vakuutusperiaatteen mukaisesti toimivia lakisääteisiä eläkejärjestelmiä tarvitaan siksi, että koska kukaan ei tiedä omaa elinikäänsä, pelkkään yksilön säästämiseen perustuva eläke asettaa yksilölle seuraavan valinnan: ottaako riski siitä, että elää yli säästöjensä, vaiko elää hyvin niukasti, jottei se varmasti tapahdu eliniästä riippumatta. Koska keskimääräinen eliniän odote on kuitenkin ennustettavissa, yksilön riskiä elämisestä yli tai liikaa alle varojensa voidaan tasata poolaamalla eläkkeet yhteiskunnan tasolla joko valtion tai vakuutuslaitoksen kautta. Tällöin jää jäljelle enää riski siitä, että arvio eliniästä on tehty keskimäärin väärin. (Barr & Diamond, 2010) Julkisen vallan hallinnoiman eläkejärjestelmän tarpeellisuutta voidaan perustella myös sillä, että yksilöt tai yksityiset eläkejärjestelmät eivät ole yhtä rationaalisia, hyvin informoituja tai kustannustehokkaita kuin julkinen valta, joka lisäksi huomioi niistä poiketen myös yleishyödylliset ”Robin Hood” -tavoitteet (Barr & Diamond, 2010). Vapaaehtoisen vakuutuksen haasteena on aina myös haitallinen valikoituminen. Näistä syistä eläkejärjestelmässä kannattaisi olla ainakin pakollinen perusturvaa takaava osa. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 46 – 48)

Työeläkejärjestelmiä voidaan rahoittaa eri tavoin. Täysin rahastoivassa järjestelmässä kaikki kerätyt eläkemaksut sijoitetaan pääomamarkkinoille tulevaisuudessa maksettavia eläkkeitä varten. Jakojärjestelmässä eli niin kutsutussa pay-as-you-go (PAYG) -järjestelmässä kaikki kerätyt maksut käytetään suoraan kyseisenä vuonna maksettavien eläkkeiden maksuun. Osittain rahastoiva järjestelmä on näiden välimuoto, jossa osa eläkemaksuista rahastoidaan tulevien vuosien eläkkeitä

varten ja osa käytetään PAYG-periaatteen mukaisesti etuuksien maksuun kunakin vuonna. Jakojärjestelmäperusteinen rahoitusmalli toteuttaa sukupolvien välistä uudelleenjakoa hyvin, mutta sen kestävyys on altis huoltosuhteen muutoksille. Rahastoiva järjestelmä altistuu toisaalta sijoitustoimintaan liittyville riskeille. (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013) Rahastoivan järjestelmän tuotto määräytyy sijoituskohteiden tuoton mukaan. Järjestelmän tarjoaman lopullisen eläkkeen suuruus riippuu tuottojen lisäksi siitä, missä iässä maksuja aletaan maksaa ja sijoittaa sekä siitä, missä iässä eläkettä aletaan nostaa ja kuinka pitkään sitä nostetaan. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 242)

Rahoitustavan ohella toinen eläkejärjestelmiä jakava ominaisuus on maksujen suhde etuuksiin. Maksuperusteisessa järjestelmässä eläkemaksut on määritelty etukäteen ja etuudet joustavat sen mukaan, mihin kerätyt maksut riittävät. Etuusperusteisessa järjestelmässä etuudet on määritelty etukäteen ja maksut joustavat sen mukaan, kuinka paljon tarvitaan, jotta määrätty etuudet saadaan maksettua. Nimellisesti maksuperusteisessa järjestelmässä määritellyt maksut sijoitetaan pääomamarkkinoiden sijaan henkilökohtaisille tileille, joille julkinen valta lupaa nimellisen, etukäteen määritellyn tuoton markkinatuoton sijaan; se on siis tosiasiasa pitkälti etuusperusteinen järjestelmä. (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013)

Maksuperusteiset järjestelmät ovat usein rahoitukseltaan ainakin osittain rahastoivia järjestelmiä. Vaikka niiden annuiteettiperiaatteen mukainen toiminta suojaa yksilöä pitkään elämisen riskiltä, niiden riskinä on järjestelmän yleinen taloudellinen kestävyys ja rahastoitujen eläkevarojen tuotto. Etuusperusteiset järjestelmät voivat olla puhtaitakin jakojärjestelmiä ja niissä vastuussa etuuksien maksusta on viime kädessä julkisen vallan kontribuutio, koska eläke ei riipu yksilön eläkemaksukontribuutiosta vaan tuloista, joiden mukaan etuudet on määritelty. Etuusperusteisen järjestelmän kestävyydelle tärkeää on se, kuinka yksilön työhistoria ja sen aikaiset tulot vaikuttavat etuuteen ja se, millaiset vaikutukset eläkkeellejäämisen aikaistuksella tai viivästyksellä on etuuden tasoon. Nimellisesti maksuperusteiset järjestelmät voivat puolestaan olla jakojärjestelmiä tai osittain rahastoivia järjestelmiä. (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013) Viime vuosikymmeninä etuusperusteiset rahastoivat järjestelmät ovat lisääntyneet ja rahastointiaste niissä on kasvanut, kun sijoitusosaaminen on parantunut, sijoittamisen kulut ovat vähentyneet ja pääomamarkkinat ovat kehittyneet (Barr & Diamond, 2010).

Eläkejärjestelmille on tyypillistä, että niiden hallinnointi- ja toimeenpanovastuu on jakautunut yksityisen ja julkisen sektorin kesken, koska niihin liittyy molempien sektorien intressejä. Erilaisissa järjestelmissä vastuunjaon periaatteet ovat vaihdelleet. Yleinen tapa luokitella eläkejärjestelmiä on jako kolmeen sektoriin ja tasoon (mm. Ebbinghaus 2011). Eläketurvan järjestäjiä kuvaavat kolme pilaria, jotka ovat julkinen sektori, työmarkkinaosapuolet ja yksilö. Eläketurvalla on kolme tasoa, jotka ovat usein pilareihin sidoksissa olevat perusturva, tuloihin perustuva kansaneläke ja ja henkilökohtaiset säästöt. (Ebbinghaus, 2011, 394 - 396)

Eläkejärjestelmiä on ajan kuluessa säädettävä, kun ennusteet niiden parametreista eli esimerkiksi demografisista tekijöistä, kuten työvoiman koosta, tuotosta, palkkasummasta ja eliniästä muuttuvat. Säättämistä voidaan integroida yleiseen sääntelyyn vai tehdä tapauskohtaisesti. Lisäksi on päätettävä, miten järjestelmän eri tavoitteita painotetaan keskenään ja kuinka niiden saavuttamista arvioidaan suhteessa saavuttamisen kustannuksiin. (Barr & Diamond, 2010; Ebbinghaus, 2011, 392 - 394)

2.1.2 Suomen työeläkejärjestelmän rakenne ja rahoitus

Suomessa on noin 1,5 miljoonaa eläkeläistä, joista valtaosalle eläke on päätulonlähde. Eläkkeet kattavat Suomessa yli 40 % sosiaalimenoista ja noin 12 % bruttokansantuotteesta. Eläkejärjestelmästä säädettiin Suomessa lailla verrattain myöhään, vuonna 1937; esimerkiksi Saksassa lakisääteinen eläkejärjestelmä perustettiin vuonna 1889 ja Ruotsissa vuonna 1913. Ensimmäiset koko väestön kattavat vanhuuseläkkeet maksettiin Suomessa vuonna 1949. Ennen lakisääteistä eläkejärjestelmää vanhuuden turva Suomessa perustui perheen sisäisiin tulonsiirtoihin ja asumiseen ja työsuhteisiin perustuviin julkisen vallan asettamiin velvoitteisiin huolehtia toimeentulosta. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 84 - 85) Työeläkejärjestelmän nykyinen malli syntyi 1960-luvulla työmarkkinaosapuolten organisoimana ja osittain yksityisten vakuutuslaitosten toimeenpanemana. Se laajentui asteittain kattamaan yksityisalojen, kuntien ja valtion palveluksessa olevat työntekijät sekä yrittäjät ja maanviljelijät. (Ebbinghaus, 2011; Tenhunen & Vaittinen, 2013) Julkisalojen työeläkkeissä on historiallisesti ollut korkeampi karttuma ja erilaisia sääntöjä alaikärajan suhteen kuin yksityisalojen osalta, joskin eroja on pyritty 1980-luvulta alkaen tasoittamaan (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 89).

Suomen työeläkejärjestelmä kuuluu maamme lakisääteiseen sosiaaliturvaan ja sen toimeenpanosta huolehtivat työeläkevakuuttajat, joiden tehtävä on yksinkertaistettuna kerätä työeläkemaksut, hallinnoida niitä ja maksaa ne eläkkeinä (TELA, Työeläkejärjestelmän toimeenpano ja kustannukset). Suomessa työeläkejärjestelmän toimeenpano on hajautettu siten, että yksityisen sektorin työntekijöiden eläketurvaa hallinnoivat ja toimeenpaneavat keskenään kilpailevat työeläkeyhtiöt, eläkesäätiöt ja eläkekassat ja julkisten alojen työntekijöiden eläkkeitä hallinnoimaan on määrätty tietyt työnantaja- tai alakohtaiset työeläkevakuuttajat. Hajautetun järjestelmän etuna on nähty muun muassa toimijoiden välisen kilpailun luomat hyödyt, kuten toiminnan tehostuminen, palvelun parantuminen ja erilaistuminen sen toimiessa kilpailutekijänä sekä toimeenpanon ja sijoitustoiminnan riskien hajautuminen. Sijoitustoiminnan kannalta Suomen pääomamarkkinoiden on nähty hyötyvän siitä, että eläkevarojen sijoittaminen hajautuu erilaisten toimijoiden harjoittamiin, keskenään erilaisiin sijoitusstrategioihin. (TELA, Työeläkejärjestelmän perusteet) Jokainen laitos kantaa myös itse oman sijoitustoimintansa riskit, jolle vaihtoehtona on julkisessa keskustelussa toisinaan esitetty mahdollisuutta järjestelmän yhteisestä riskinkannosta. Tätä on perusteltu näkemyksellä siitä, ettei ole järkevää käyttää laitospohjaisia puskureita sellaisia pääomamarkkinoiden kehityksestä aiheutuvia riskejä vastaan, jotka kohtaavat samanlaisina kaikkia laitoksia (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 168). Suomen järjestelmässä on erikokoisia ja erityyppisiä laitoksia. Jotkin tutkimukset osoittavat, että suuret eläkerahastot ovat pienempiä tehokkaampia toiminnassaan, ja esimerkiksi Ruotsissa on pohdittu eläkerahastojen yhdistämistä. Esille onkin nostettu kysymys siitä, ylittävätkö hajautetun järjestelmän muodostaman kilpailun tuomat kustannushyödyt ja toiminnan tehostuminen keskitetyn järjestelmän skaalaedut. On toisaalta esitetty, että hajautetussa järjestelmässä esimerkiksi poliitikkojen on vaikeampi vaikuttaa eläkevaroihin liittyviin sijoituspäätöksiin. (Lassila & Valkonen, 2011, 59; Sorsa, 2011, 113 - 114)

Työeläkejärjestelmän päätöksenteko toteutetaan Suomessa kolmikantaisesti niin, että työntekijöiden ja työnantajien edustajat ovat neuvottelemassa päätöksistä, jotka vahvistetaan tarvittaessa hallituksen ja eduskunnan toimesta. Koska työntekijöiden ja työnantajien järjestöt ja niiden väliset suhteet ovat muuttuneet ja muuttuvat jatkossakin, muutokset voivat heijastua ja saada aikaan kauaskantoisia vaikutuksia myös eläkejärjestelmään. Päätöksentekoon liittyen keskustelua on herättänyt erityisesti nuorten ja tulevien sukupolvien vähäinen valta eläkejärjestelmään liittyvässä päätöksenteossa, jonka seurauksena on nähty, että vanhemmat ikäluokat voivat käyttää valtaansa omien intressiensä ajamiseen nuorempien sukupolvien kustannuksella. (Tenhunen &

Vaittinen, 2013, 246) Kolmikantainen neuvotteluperiaate vaikuttaa myös sijoitustoimintaan siten, että työmarkkinaosapuolilla on valtaa myös sijoitusten hajauttamisessa erilaisiin kohteisiin (Lassila & Valkonen, 2011, 60).

Järjestelmän ominaispiirteisiin kuuluu yksityisalojen työeläkelaitosten kesken vallitseva yhteisvastuu. Jos laitos menee konkurssiin, sen varat ja vastuut jaetaan jäljelle jäävien laitosten kesken. Kuten edellä mainittiin, laitokset kantavat itse oman sijoitustoimintansa riskit, joita vastaan järjestelmässä on suojauduttu vakavaraisuusvaatimuksilla, mutta vastuita ja vakavaraisuutta sekä sijoitustuottoja niiden taustalla tarkastellaan koko järjestelmän tasolla. Tästä seuraa, että kukin yksityisalojen työeläkelaitos kantaa riskiä koko järjestelmästä siltä osin, kuin sen sijoitustoiminnan tuotto poikkeaa koko alan tuotosta. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 132) Tätä riskiä kutsutaan poikkeamariskiksi. Huonojen sijoitustuottojen realisoituessa koko järjestelmän tasolla järjestelmän rahoitusvaje on katettava jakojärjestelmäosuudella joko työeläkemaksuja tai maksupohjaa kasvattamalla, sillä Suomen eläkejärjestelmä on etuusperusteinen ja eläkevastuut ovat samansuuruiset sijoitustoiminnan tuloksista riippumatta (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 133). Sijoitustoiminnan tuloksella onkin suuri merkitys etuusperusteisten järjestelmien kestävyydelle (Hull, 2015, 67).

Suomen työeläkejärjestelmä on sekä yksityisten että julkisten alojen osalta osittain rahastoiva järjestelmä. Kunakin vuonna kerätyistä maksuista noin neljä viidesosaa käytetään jakojärjestelmäperiaatteen mukaan kyseisen vuoden maksuihin ja yksi viidesosa rahastoidaan eli sijoitetaan työeläkelaitosten toimesta. (TELA, Työeläkejärjestelmän toimeenpano ja kustannukset) Osittaisen rahastoinnin vahvuuksiin kuuluu mahdollisuus säätää rahastoitavan osuuden suuruutta; tätä mahdollisuutta käytettiin vuonna 2008 reagoitaessa finanssikriisiin (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 152; 172). Sekä yksityisten että julkisten alojen työntekijöiden palkoista kerätään työeläkemaksuja, jotka jakautuvat laskennallisesti työnantajan ja työntekijän maksettaviksi (TELA, Työeläkejärjestelmän toimeenpano ja kustannukset). Keskimääräinen työeläkemaksu määräytyy sosiaali- ja terveysministeriön vuosittain vahvistamien maksuperusteiden mukaan. Yksittäisen työnantajan vakuutusmaksu voi poiketa tästä esimerkiksi siksi, että yrityksen koko ja työkyvyttömyysriski vaikuttavat maksuun. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 138) Yleistäen järjestelmän kahden rahoituskanavan eli eläkevarojen sijoitustuottojen ja työeläkemaksujen välisestä suhteesta voidaan sanoa, että pitkällä aikavälillä yhden prosentin kasvu sijoitettujen

työeläkevarojen keskimääräisessä vuosituotossa tarkoittaa kahden prosentin laskua työeläkemaksussa; sama suhde pätee toisin päin tuottojen laskiessa, jolloin maksuja on nostettava. (TELA, Työeläketalouden perusteet; Tenhunen & Vaittinen, 2013, 181)

Julkisalojen työeläkkeet rahoitettiin alun perin jakojärjestelmän mukaisesti. Julkisten alojen työeläkevarojen rahastointi alkoi kuntien työntekijöiden osalta Kevan toimesta vuonna 1988 ja valtion työntekijöiden osalta VER:n toimesta vuonna 1990. Rahastoinnin osuutta julkisaloilla on kasvatettu, kun taas yksityisaloilla se on vaihdellut muun muassa karttumaprosenttien mukaan. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 93) Yksityisaloilla eläkkeiden rahastointi tehdään eläkekohtaisesti niin, että jokaisessa eläkkeessä on eläkelaitoksen vastuulla oleva rahastoitu osa ja yhteisvastuulla oleva PAYG-rahoitettu tasausosa. Julkisalojen työeläkkeiden rahastointi ei ole yksilötasolle kohdistettua, vaan perustuu puskurirahastointiin, jolla varaudutaan eläkevastuiden kattamiseen tulevaisuudessa ylipäättään siten, ettei eläkemaksu nouse kohtuuttomalle tasolle. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 129)

Työeläkelaitoksilla on vastuu ja velvollisuus maksaa eläkelupauksen mukaiset eläkkeet. Laitosten vastuunkantokykyä arvioitaessa on tärkeää huomioida, että siltä osin kuin eläkkeet rahastoidaan, laitokset kohtaavat sijoitustoiminnassaan samat riskit kuin mikä tahansa vakuutusyhtiö. Jos laitoksella on oikeus kerätä tarvittaessa verorahoitusta vastuunsa kattamiseen, varautumistarve sijoitustoiminnan riskien osalta on pienempi. Julkisalojen työeläkelaitosten vastuista vastaavat viime kädessä verotusoikeudelliset valtio ja kunnat. Yksityisalojen työeläkelaitokset eivät sitä vastoin voi jälkikäteen kerätä lisää maksuja julkisen rahoituksen kautta. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 152 - 153) Eläkesäätiöt ja -kassat voivat säätää kannatusmaksujaan, mutta ne maksavat säätiön tai kassan asiakkaat.

Suomen etuusperusteisessa eläkejärjestelmässä, jossa etuudet määräytyvät yksilön työansioden ja kansantalouden indeksien mukaan, ennakkorahastointi on kollektiivista. Kollektiivista vastuunkantokykyä pyritään konkretisoimaan yhteisvastuullisuudella ja puskurirahastoinnilla. Eläkevastuun kattamiseen varautumisessa on olennaista huomata yleinen vakuutustoiminnassa ilmenevä aikaväli hinnan maksamisen ja hyödykkeen toimittamisen välillä. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 153) Suomessa työeläkerahastointi onkin luonteeltaan puhtaan eläkesäästämisen sijaan vakuutusperiaatteen toimeenpanoa, koska vaikka eläkevastuu lasketaankin periaatteessa

yksilökohtaisesti, se on lopulta kollektiivista. Sijoitustoiminnalla katetaan tätä kollektiivista vastuuta. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 177 - 178)

Vuonna 2016 Suomi sijoittui Tanskan, Hollannin ja Australian jälkeen neljänneksi kansainvälisessä, vuosittain tehtävässä Mercer Global Pension Index -eläkevertailussa, joka on maailman kattavin eläkejärjestelmien vertailu. Vuodesta 2015 Suomi paransi asemiaan kaksi sijaa ohittaen Ruotsin ja Sveitsin. Vertailussa tutkittiin kolmea eri osa-aluetta: eläkkeiden riittävyyttä, järjestelmän kestävyyttä ja hallinnon luotettavuutta. Suomen eläkejärjestelmää voidaan syystä pitää luotettavana ja läpiväkyvänä, sillä Suomi sijoittui jo toista kertaa ensimmäiselle sijalle hallinnon luotettavuuden mittarilla. Riittävyyden ja kestävyiden mittareilla Suomi oli kuudes ja kahdeksas. Järjestelmän talouteen liittyvinä kehitysehdotuksina Mercer esitti eläkkeen vähimmäismäärän ja toisaalta eläkemaksujen sekä rahastointiasteen nostoa. (ETK, Suomi neljänneksi kansainvälisessä eläkevertailussa; Mercer, Melbourne Mercer Global Pension Index)

2.2 Työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta

2.2.1 Työeläkejärjestelmien sääntely ja valvonta

Kaiken vakuutustoiminnan sääntelyn päätavoite on suojella niiden asiakkaita. Siinä missä perinteisen yrityksen toiminnan rahoittavat omistajat, vakuutuslaitoksen tapauksessa tämä rooli on sen asiakkailla eli vakuutuksenottajilla. Tästä johtuen vakuutuslaitoksen tullessa maksukyvyttömäksi omistajat eivät kanna kustannuksia, vaan asiakkaat menettävät vakuutusturvansa, jota vastaan he ovat maksaneet vakuutusmaksuja. Vakuutuslaitoksen maksukyvyttömyydestä seuraakin negatiivisia ulkoisvaikutuksia yhteiskunnan ja kansantalouden tasolla. (Zweifel & Eisen, 2012, 315; Hull, 2015, 16) Vakuutuslaitosten sääntelyllä pyritään ensisijaisesti estämään laitosten maksukyvyttömyys. Yhteiskunta voi joko pyrkiä estämään maksukyvyttömyyden täysin, mitä kutsutaan aineelliseksi sääntelyksi, tai tyytyä optimoimaan negatiiviset ulkoisvaikutukset, mitä kutsutaan muodolliseksi sääntelyksi. (Zweifel & Eisen, 2012, 316)

Aineellinen sääntely voidaan toteuttaa sääntelemällä vakuutusmaksuja, vakuutustuotteiden sisältöä tai vakuutuslaitosten sijoitustoimintaa, tyypillisesti niin, että joidenkin sijoituskohteiden käyttöä rajoitetaan ja toisten käyttöön kannustetaan. Sijoitustoiminnan aineellinen sääntely rajoittaa hajauttamisen mahdollisuuksia ja saavutettavissa olevaa tuottoa, ja näin mahdollisesti jopa lisää maksukyvyttömyyden riskiä. (Zweifel & Eisen, 2012, 316 - 319) Muodollisen sääntelyn keinoja ovat esimerkiksi vakuutuslaitoksen alkupääomaan, vakavaraisuuspääomaan, hallintoon tai raportointiin kohdistuvat vaatimukset, ja sen tavoitteena on pyrkiä siirtämään maksukyvyttömyyden kustannukset vakuutuksenottajilta takaisin vakuutusyhtiölle. Tämä voidaan tehdä esimerkiksi edellyttämällä tiettyä jälleenvakuuttamisen tasoa, erityisen, mahdollisesti yhteisvastuullisen takurahaston ylläpitoa tai vakuutuskannan siirtoa toiseen laitokseen maksukyvyttömyystilanteessa; tai viime kädessä maksamalla korvaukset verovaroista. (Zweifel & Eisen, 2012, 320 - 322)

Sääntelyllä on tutkitusti merkittäviä vaikutuksia vakuutuslaitosten toimintaan ja markkinoiden kehitykseen (Zweifel & Eisen, 2012, 333 - 335); toisaalta sen kehitys riippuu markkinoista. Tutkimukset osoittavat esimerkiksi, että Euroopassa vakuutusmarkkinoiden matalampi sääntelyn taso on yhteydessä markkinoiden keskittyneisyyteen ja johtuu ainakin osittain toimijoiden keskinäisistä sopimuksista (Zweifel & Eisen, 2012, 338). On myös huomattava, että sääntely ei aina toimi halutulla tavalla kuluttajien parhaaksi. Saksassa tehty tutkimus on osoittanut, että joissakin tapauksissa lisääntynyt sääntely on itse asiassa kannustanut vakuutusyhtiöitä nostamaan kulujaan ja niiden myötä myös vakuutusmaksuja (Zweifel & Eisen, 2012, 340).

Vakuutustoimialan sääntelyn nykyiseen tilaan johtanut ja edelleen vaikuttava kehitys alkoi vuonna 2007 finanssikriisin laukaistessa maailmanlaajuisen ja nopean sääntelyllisen reaktion, joka yhdenmukaisti sääntelyä eri vakuutusmarkkinoilla ja vähensi historiallisten tekijöiden vaikutuksia voimassaolevaan sääntelyyn (Zweifel & Eisen, 2012, 328). Vaikka finanssikriisin alkulähde olikin pankkitoimialalla, sillä oli odotetusti vaikutuksia myös vakuutusalan sääntelyyn toimialojen 1980-luvulla alkaneen toimialaliukumakehityksen ja samankaltaisen alttiuden systeemiriskeille vuoksi. Sääntelyauktoriteetit suosittivat ratkaisuksi samankaltaista, mutta toimialakohtaisesti räätälöityä sääntelykehitystä molemmilla toimialoilla, joka onkin sittemmin toteutunut esimerkiksi Basel – ja Solvenssi -direktiivien kehityksen myötä. (Zweifel & Eisen, 2012, 341 - 344)

Eläkejärjestelmät ovat kehittyneet samaan suuntaan myös euroopanlaajuisen sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaistumisen ja rahoitusmarkkinoiden globalisaation myötä. Pääosin eläkeuudistukset on kuitenkin toistaiseksi tehty maiden sisäisten tarpeiden ja institutionaalisten rakenteiden sanelemina. Eläkejärjestelmien haasteena on yksityisen ja julkisen hallinnon sopivan tasapainon löytäminen siten, että taloudellinen ja sosiaalinen kestävyys turvataan demografioiden muuttuessa ja epävarman taloustilanteen vallitessa. (Ebbinghaus, 2011, 17 - 19)

Eläkerahastojen sääntely ja valvonta ovat kansainvälisesti muuttuneet toimija- ja periaatekeskeisemmiksi ja sijoitusriskien hallintaa korostaviksi, ja niiden sijoitustoimintaa on vapautettu suorista määrällisistä ja laadullisista rajoitteista sekä valvontainterventioista. Myös Suomen järjestelmän vakavaraisuusuudistus edustaa tätä suuntausta. Eri maiden eläkerahastot ovat kuitenkin hyvin erilaisia toimijoita, eikä niiden sijoitustoiminnan vaikutuksia markkinoihin ja kansantalouksiin esimerkiksi laumakäyttäytymisen kannalta ole toistaiseksi juuri huomioitu sääntelyssä. (Sorsa, 2011, 104; 106)

Yksityisten eläkejärjestelmien epäonnistumiset ovat lisäksi johtaneet koko Euroopassa siihen, että sääntelymuutosten tavoitteena olleen suuremman toimintavapauden sijaan julkisen vallan interventioita on jouduttu lisäämään. Interventiot esimerkiksi sääntelyn ja valvonnan keinoin vaikuttavatkin välttämättömiltä. (Ebbinghaus, 2011)

2.2.2 Suomen työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta

Vakuutustoiminta jaetaan Suomessa perinteisesti erillisyyisperiaatteen mukaan vahinko-, henkilö- ja työeläkevakuutustoimintaan. Sama yhtiö ei saa harjoittaa vahinko- ja henkilövakuutustoimintaa ja lakisääteistä työeläketoimintaa voivat harjoittaa vain siihen erikseen valtuutetut toimijat. (Järvelä, 2004, 12)

Toiminnan harjoittamisen tarkka rajoittaminen, sääntely ja valvonta perustuu osin siihen, että työeläkevakuuttaminen on hallinnollisen tehtävän täyttämistä ja osa Suomen sosiaaliturvaa. Työeläkevakuuttamisen erityinen sääntely ja valvonta on perusteltua myös sen taloudellisten erityispiirteiden vuoksi. Työeläketoiminta eroaa muusta vakuutustoiminnasta siten, että lähtökohtaisesti eläke-etuuksien maksamisen edellytyksenä oleva vakuutustapahtuma tapahtuu aina, joko vakuutetun eläköityessä tai kuollessa. Toisaalta vakuutustyhtiöiden toiminnan olennainen osa, vastuuvelan sijoittaminen pääomamarkkinoille (Järvelä, 2004, 9 – 10), on erityisen tärkeää työeläkevakuuttajille maksutason hallitsemiseksi sekä vastuiden pitkäaikaisuuden ja

varman realisoitumisen vuoksi. Vakuutuslaitosten toimintaa määrittävätkin osaltaan niiden sijoitustoimintaan liittyvät riskit, kuten luottoriski, vastapuoliriski ja likviditeettiriski, jotka paitsi laitoksen itsensä, myös sääntelijän tulee huomioida (Hull, 2015, 61).

Julkisen vallan tulee kyetä sääntelemään ja valvomaan Suomen työeläkevakuuttajia riittävästi ja puolueettomasti jo siksi, että osa niistä on yksityisiä vakuutuslaitoksia, joille on annettu mandaatti toteuttaa maamme sosiaaliturvaan kuuluvan työeläkejärjestelmän käytännön toimeenpanoa. Sääntelyllä ja valvonnalla on keskeinen rooli myös siinä, että luottamus eläkejärjestelmään säilyy, sillä järjestelmän ylläpitäjä voi sen keinoin vaikuttaa järjestelmän jatkuvuuteen ja sosiaaliseen ja taloudelliseen kestävyys (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 48). Rahastoiva kansallinen järjestelmä vaatii toimiakseen kansantaloudelta kehittyntä institutionaalista ja hallinnollista infrastuktuuria ja se voidaan toteuttaa eri tavoin (Barr & Diamond, 2010).

Sääntely ja valvonta ovat rahastoitujen eläkevarojen suoja, jonka avulla voidaan pyrkiä varmistamaan, ettei varoja sijoiteta järjestelmän kestävyys vaarantavalla tavalla tai peräti kavalta (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 65). Tavoitteena on lopulta varmistaa vastuuvelan kattaminen, joskin on tärkeää muistaa, että tulevien eläkevastuiden tuntematonta vastuuvakaa ei tarvitse koskaan olla valmiuksia maksaa kokonaan (Barr & Diamond, 2010). Sijoitustoiminnan sääntely ja valvonta on tärkeää myös, koska Suomen työeläkelaitokset ovat maamme pääomamarkkinoilla niin suuria, että niiden tekemät sijoitustoimenpiteet ovat aidosti merkityksellisiä kansantalouden ja yhteiskunnan kannalta (Lassila & Valkonen, 2011, 59). Toisaalta sijoitustoiminnan sääntelyllä suojellaan työnantajia, sillä tuotot heijastuvat työnantajamaksuihin ja asiakaspalautuksiin (Sorsa, 2011, 110 – 111). On kuitenkin muistettava, että sääntelyn ja valvonnan keinoin on mahdotonta täysin estää yksittäisten huonojen sijoitusten toteutuminen (Lassila & Valkonen, 2011, 58).

Sosiaali- ja terveysministeriö vastaa työeläkealan lainsäädännön valmistelusta ja on laitosten sääntelyyn pääasiassa vaikuttava viranomainen. Julkisalojen laitoksia, erityisesti VER:a, koskevaa lisäsääntelyä asettaa lisäksi valtiovarainministeriö, jolla on jo lain valtion eläkerahastosta mukaan oikeus antaa VER:lle yleisiä määräyksiä. Finanssivalvonta eli Fiva valvoo yksityisalojen työeläkelaitoksia, Maatalousyrittäjien eläkelaitosta ja Merimieseläkekassaa sekä sijoitustoiminnan osalta myös Kevaa, VER:a ja Kirkon Keskusrahastoa. Fiva on siis koko järjestelmän sijoitustoiminnan keskitetty valvoja. Kevaa ja VER:a valvoo eläketurvan toimeenpanossa

valtiovarainministeriö ja tarkastuksessa valtiontalouden tarkastusvirasto. (TELA, Viranomaisvalvonta; Kunnallinen eläkelaki, 13.6.2003/549, 137 §; Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 7 §; VER, Ohjaus ja valvonta)

Suomen työeläkejärjestelmän sääntely on laaja kokonaisuus. Yksityisalojen työeläkejärjestelmän kannalta keskeisimpiä säännöksiä on työntekijän eläkelaki (19.5.2006/395), jossa määritellään kaikki yksityisalojen järjestelmän peruseräpäätteet, muun muassa eläkkeen karttumisen perusteet, eläketurvan sopeuttaminen yleiseen eliniän ja ansio- sekä hintatason kehitykseen, eläkeikäraajat, työnantajan velvollisuus järjestää työeläketurva, laitosten yhteisvastuu sekä vakuutusmaksujen ja eläkevastuun laskuperusteet. Julkisalojen työeläkejärjestelmän sääntely on aiemmin ollut työnantajakohtaista niin, että esimerkiksi kuntien ja valtion työntekijöiden eläketurvasta on säädetty omissa laeissaan (Kunnallinen eläkelaki, 13.6.2003/549; laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297). Sääntely on koottu 1.1.2017 alkaen julkisten alojen eläkelakiin (Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi työeläkelakien ja eräiden muiden lakien muuttamisesta, HE 120/2016; julkisten alojen eläkelain voimaantulolaki, 82/2016; julkisten alojen eläkelaki, 81/2016). Siinä säädetään kootusti kuntien, valtion, evankelis-luterilaisen kirkon ja Kansaneläkelaitoksen palveluksessa olevien työeläketurvasta. Muutos on lähinnä muodollinen eikä sääntelyn asiasisältö merkittävästi muutu.

Sijoitustoiminnan kannalta merkittävintä työeläkejärjestelmän sääntelyä on vakavaraisuussääntely. Yksityisalojen työeläkelaitosten vakavaraisuutta eli niiden kykyä selviytyä sekä sijoitustoiminnan että eläkevakuutustoiminnan riskeistä riittävän pääoman turvin säädellään lakisääteisellä järjestelmällä. Vakavaraisuusjärjestelmää tarvitaan hajautetussa, yhteisvastuuseen perustuvassa järjestelmässä estämään yksittäisten laitosten liiallinen riskinotto. Suomella on oma kansallinen vakavaraisuusjärjestelmä työeläkelaitoksille, sillä ne eivät sosiaaliturvaroolinsa vuoksi kuulu EU:n sääntelytoimivallan piiriin. Kansallisessa vakavaraisuusjärjestelmässä voidaan huomioda Suomen eläkejärjestelmän erityispiirteet, kuten osittainen rahastointi, yleisiä malleja paremmin; esimerkiksi euroopanlaajuisesti henki- ja vahinkovakuutusyhtiöihin sovellettava Solvenssi II -vakavaraisuussääntely rajoittaisi työeläkelaitosten sijoitustoiminnan riskinottoa liikaa järjestelmän taloudellisen kestävyuden näkökulmasta. (TELA, Vakavaraisuusuudistus)

Vakavaraisuusjärjestelmä on keskeisin keino säännellä ja rajoittaa yksityisalojen eläkelaitosten sijoitustoimintaa ja siihen liittyviä markkinariskejä sekä vaikuttaa niiden allokaatioon eli

sijoitusomaisuuden hajauttamiseen eri omaisuusluokkiin ja sijoituskohteisiin (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 188). Vakavaraisuussääntely ja sen myötä yksityisalojen laitosten sijoitustoiminta on muuttunut pääomamarkkinoiden ja talousnäkymien mukana. Vakavaraisuusjärjestelmän perustana on kaikkia yksityisalojen työeläkevakuuttajia koskeva laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuelan kattamisesta (1114/2006), joka määritteli vakavaraisuusrajan ja allokaatiota sääntelevät katesäännökset vuoteen 2017 asti.

Nykyisen vakavaraisuusjärjestelmän kehityksen voidaan katsoa alkaneen vuonna 2007 tehdystä merkittävästä uudistuksesta, jonka taustalla oli laaja selvitys työeläkelaitosten sijoitustoiminnasta. Uudistuksen tavoitteena oli riskinkantokyvyn ja sen myötä sijoitustuottojen parantaminen. Uudistuksessa lisättiin vastuuelkaan sen kokonaismäärästä 10 %:a vastaava osaketuottosidonnainen lisävarausvastuu (OLV), jolla koko järjestelmä kantaa yhteisvastuullisesti osakemarkkinoiden riskiä. OLV vaikuttaa siten, että jos laitosten keskimääräinen noteerattujen osakesijoitusten tuotto on keskimäärin odotettua huonompi, vastuuelka alenee kaikissa laitoksissa samassa suhteessa, ja päin vastoin. OLV on sidottu OECD- ja ETA-maiden keskimääräiseen osaketuottoon ja se tarkistetaan takautuvasti neljännesvuosittain järjestelmän toteutuneiden osaketuottojen perusteella. Vastuuelan tuottovaatimus joustaa OLV:n kautta sen osakemarkkinoiden tuottojen mukaan; jos osaketuotto kasvaa, myös vastuuelan tuottovaatimus kasvaa, ja päin vastoin. OLV:n tarkoituksena on mahdollistaa eläkelaitosten kyky pitää yllä riittävän suuruista osakepainoa sijoitussalkuissaan kaikissa markkinatilanteissa. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 171 – 172; 185)

Finanssikriisiin liittynyt kurssiromahdus oli vaikuttavuudessaan eri luokkaa kuin aiemmin koetut riskien toteutumien, joiden pohjalta vakavaraisuussääntely ja –järjestelmä oli kehitetty. Sen myötä vuonna 2008 vähennettiin järjestelmän rahastoivan osuuden suuruutta ja säädettiin nopealla aikataululla määräaikainen laki työeläkelaitosten vakavaraisuuden turvaamiseksi poikkeusoloissa, jolla muun muassa siirrettiin rahastoimattomien eläkkeiden maksuvalmiuspuskurista varoja vakavaraisuuspääomaan. Määräaikaislailla turvattiin se, ettei laitosten tarvinnut luopua riskillisistä kohteista osakekurssien romahtaessa ja näin realisoida laskennallisia tappioita, mitä voimassaoleva vakavaraisuusjärjestelmä olisi edellyttänyt. Määräaikaislain ansiosta laitokset pystyivät toimimaan vastasyklisemmin ja hyödyntämään pudotuksen jälkeisen arvonnousun. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 168 – 169; 172 - 173)

Vakavaraisuussäätelyn kehittäminen edelleen jaettiin vuonna 2008 kolmeen vaiheeseen, joista ensimmäisessä parannettiin sijoitusriskien huomiointia eritoten luottoriskin osalta vuonna 2011. Toisessa vaiheessa vuoden 2013 alussa vakavaraisuusjärjestelmää uudistettiin siten, että se käytännössä mahdollisti määräaikaisen lain lakatessa sen mukaisen sijoitustoiminnan jatkossakin. Tämä tehtiin yhdistämällä riskipuskurit tasoitusmäärä ja toimintapääoma yhdeksi vakavaraisuuspääomaksi, josta uudet valvontarajat riippuvat. Tasoitusmäärä jäi teknisesti omaksi osakseen vakavaraisuuspääoman sisälle, joka uutena riskipuskurina vastasi sekä sijoitustoiminnan että vakuutusliikkeen pitkälti toisistaan riippumattomista riskeistä. Vuoden 2013 uudistuksessa parannettiin lisäksi varautumista poikkeustilanteisiin. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 94; 172 – 173)

Vakavaraisuussäätelyn uudistamisen kolmannessa vaiheessa järjestelmää uudistetaan laajemmin. Uusi vakavaraisuussäätely astui voimaan 1.1.2017. Aiempaa joustavampi ja riskejä tarkemmin ja kattavammin huomioiva kehikko koettiin tarpeelliseksi muun muassa siksi, että sijoituskohteet ovat monimutkaistuneet. Aiemman vakavaraisuuskehikon suurimpina puutteina pidettiin sijoituskohteiden riskien arvioinnin perustumista enemmän sijoituskohteiden muotoon kuin sisältöön. (TELA, Vakavaraisuusuudistus) Uudessa vakavaraisuuskehikossa otetaan aiempaa monipuolisemmin huomioon sijoitustoiminnan riskejä, kehitetään hallintosäännöksiä Solvenssi II -direktiivin suuntaisiksi ja poistetaan katesäätely, jonka tarkoituksena on ollut varmistaa turvaavuus ja likvidisyys vähentämällä sijoittamista esimerkiksi epälikvideihin kohteisiin ja kehittyviin talouksiin sekä varmistaa hajautus rajoittamalla riskikeskittymiä, kuten sijoittamista yhteen kohteeseen. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 172 – 173; 186) Katesäätely on toteutettu asettamalla prosentuaalisia rajoja tietyille sijoituskohteille osana sijoitussalkkua. Vakavaraisuusuudistuksen myötä katesäätely poistuu, koska aiempaa laajemmin sijoituskohteiden riskejä huomioiva vakavaraisuusrajan laskenta toteuttaa samat tavoitteet. Katesäätelyn poistamista onkin toisinaan esitetty pitkän aikavälin kehitysehdotuksena (Sorsa, 2011, 108 – 110).

Työeläkejärjestelmän säätelyssä varautuminen eläkevastuiden maksamiseen perustuu vastuuvelan laskentaan, vaatimukseen sen kattamisesta ja vakavaraisuuspääomaa koskeviin vaatimuksiin. Eläkevastuu eli vastuuvelan vakuutusmatemaattisesti laskettu määrä koostuu vakuutusmaksuvastuusta, joka kuvaa tulevaisuudessa alkavien eläkkeiden maksamiseen riittävää määrää ja korvausvastuusta, joka kuvaa jo alkaneiden eläkkeiden maksamiseen riittävää määrää.

Yksityisalan työeläkelaitoksella on oltava omaisuutta vähintään velan määrä, eli vastuuvelan on oltava katettuna. Vastuuvelan määrän ylittävää puskuriosuutta kutsutaan nykyisin vakavaraisuuspääomaksi (aiemmin toimintapääoma; katso edellä) ja sen on oltava jatkuvasti riittävä riippumatta sijoitustoiminnan ja vakuutusliikkeen epävarmoista tuloksista. Vastuuvelan nykyarvoon vaikuttaa merkittävästi varojen tuotolle asetettu diskonttokorko eli vastuuvelan tuottovaatimus, jonka merkitystä eläkevastuiden pitkä aikaperspektiivi korostaa. Eläkevakuutustoiminnassa korko on perinteisesti valittu turvaavuusperiaatteen mukaan melko matalaksi. Vastuuvelkaa kasvattaa tuottovaatimuksen lisäksi eläkevastuiden täydennyskerroin, joka kasvattaa eläkevastuita sitä enemmän, mitä suurempi laitosten keskimääräinen vakavaraisuus on. Tämä toteutetaan korottamalla vanhuuseläkkeiden rahastoituja osia, jolloin vakavaraisuuspääoma pienenee vastaavalla määrällä. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 153 – 158; TELA, Vastuulaskenta)

Vastuuvelan osia ovat paitsi vanhuus- ja työkyvyttömyyseläkkeiden vakuutusmaksu- ja korvausvastuu, myös korvausvastuun päälle lisättävä tasausvastuu ja vakavaraisuuspääomaan kuuluva tasoitusmäärä. Tasausvastuulla laitokset vastaavat yhteisesti ETK:n määrittämän kustannustenjaon mukaan niistä eläkkeistä, joita ei ole rahastoitu ennalta. Tasoitusmäärä on riskipuskuri järjestelmään liittyvää heilahtelua vastaan. Kullekin laitokselle on määriteltä tasoitusmäärän yläraja, jonka ylittyessä toisena vuonna peräkkäin tasoitusmäärää on purettava, ja alaraja, jonka alittuessa tasoitusmäärää on täydennettävä. Lisäksi vakuutusmaksuvastuuseen kuuluvat lisäakuutusvastuu ja osaketuottosidonnainen lisäakuutusvastuu. Työeläkeyhtiöillä lisäakuutusvastuu jakautuu vielä edelleen ositettuun ja osittamattomaan osaan, joista ositettua osaa käytetään asiakashyvitysten maksamiseen. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 163 – 164; TELA, Vastuulaskenta)

Vakavaraisuussäätelyn tarkoituksena on mitoittaa sijoitusriskiä automaattisesti käytettävissä olevaan vakavaraisuuspääomaan. Vakavaraisuusrajan laskemista varten laitos on velvollinen luokittelemaan sijoituskohteensa luokkiin, jotka parhaiten kuvaavat niitä ja niihin liittyviä riskejä kokonaisvaltaisesti. Laitoksen hallituksen vastuulla on laatia selkeät periaatteet sijoituskohteiden luokittelua varten. Vakavaraisuusraja määritellään sijoituskohteiden luokittelun perustella riskiteoreettisesti vastaamaan yhden vuoden vakavaraisuuspääoman tarvetta vakuutusliikkeen ja sijoitustoiminnan riskit huomioiden. Jos laitoksen vakavaraisuuspääoma alittaa

vakavaraisuusrajan, sen on toimitettava valvontaviranomaiselle taloudellisen aseman tervehdyttämissuunnitelma, jossa on osoitettava, että raja ylitetään vuoden kuluessa. Jos vakavaraisuuspääoma alittaa vähimmäispääomavaatimuksen, joka on kolmasosa vakavaraisuusrajasta, laitoksen on toimitettava valvojalle lyhyen aikavälin rahoitussuunnitelma. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 170; 186 – 187; TELA, Vakavaraisuuslaskenta)

Eläkejärjestelmän sijoitustoiminnan sääntelyn ja valvonnan kehityksessä Suomi on ollut muuta Eurooppaa edellä. Esimerkkeinä edistyksellisistä piirteistä voidaan mainita järjestelmän sisäinen kilpailu ja eläkerahastojen yksityinen hallinnointi. Sääntely ja valvonta eivät kuitenkaan ole kehittyneet täälläkään yhtä nopeasti kuin sijoitustoiminta, vaikka Finanssivalvonnan perustaminen vuonna 2009 lisäsi valvovan viranomaisen sijoitustoiminnan asiantuntemusta ja sijoitussuunnitelmat ovat sen valvonnan keskiössä. Vakavaraisuusuudistus jatkaa sääntelyn kehitystä modernimpaan sijoitustoimintaan ja laitosten itsenäisyyteen perustuvaan suuntaan. Suomen työeläkejärjestelmän erilaiset laitostyypit, yhteisvastuu ja osittainen rahastointi vaikeuttavat sääntelyn kehittämismallien hahmottelua, mutta kehitys painottunee jatkossakin radikaalien uudistusten sijaan sijoitustoiminnan vapauden ja vastuun lisäämiseen. Paineita sääntelyn ja valvonnan kehitykselle muodostavat entistä kehittyneempi ja monimutkaisempi sijoitustoiminta sekä sen riskien vaillainainen huomiointi. (Sorsa, 2011, 108 – 111; 115 - 116)

2.3 Erilaiset työeläkevakuuttajat

2.3.1 Työeläkevakuutusyhtiöt

Työeläkevakuutusyhtiöt toimeenpanevat yksityisalojen työntekijöiden ja yrittäjien työeläketurvaa. Niitä oli vuonna 2016 toiminnassa kuusi, joista neljä on keskinäisiä vakuutusyhtiöitä ja kaksi vakuutusosakeyhtiöitä. Työeläkeyhtiön toimilupa on voimassa vain Suomessa ja sekä valtioneuvoston että Finanssivalvonnan on hyväksyttävä se. Työeläkeyhtiön peruspääoman vähimmäismäärä on viisi miljoonaa euroa. (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat) Yhtiöt ovat järjestelmän merkittävimpiä toimijoita vakuutettujen ja eläkkeensaajien määrän mukaan: niissä oli vakuutettuina vuoden 2014 lopussa noin 1,8 miljoonaa henkilöä eli noin 69 % kaikista

työeläkevakuutetuista ja eläkkeensaajina noin miljoona henkilöä eli noin 55 % kaikista työeläke-etuudensaajista. Yhtiöissä vakuutettujen henkilöiden lukumäärä on 2000-luvulla noussut yli 40 %. (ETK, Työeläkevakuutusyhtiöissä suurin osa työeläkevakuutetuista) Myös sijoitusvarallisuudessa mitattuna työeläkeyhtiöt ovat merkittävimpiä laitoksia; niiden rahastoimat eläkevarat olivat TELA:n tilastojen mukaan 30.6.2016 suuruudeltaan noin 106,3 miljardia euroa eli noin 59,0 % koko järjestelmän noin 180,3 miljardista eurosta (TELA, Sijoitusvarojen kehittyminen).

Työeläkeyhtiöiden toiminta ja sen edellytykset on määritelty laissa työeläkevakuutusyhtiöistä (25.4.1997/354), minkä lisäksi niihin sovelletaan vakuutusyhtiölakia. Lain työeläkevakuutusyhtiöistä mukaan ”[t]yöeläkevakuutusyhtiön tehtävänä on harjoittaa sosiaaliturvaan kuuluvaa lakisääteistä eläkevakuutusliikettä” (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä, 25.4.1997/354, 2 §). Laissa määritellään muun muassa työeläkeyhtiöiden omistajuusrakenne ja osakkuus, yhtiön hallintoelimet ja päätöksentekoperiaatteita. Työeläkelaitosten toimintaa leimaava erityispiirre on niiden keskinäinen kilpailuasetelma, jonka valvonnasta laissa on myös erityisiä määräyksiä.

Sijoitustoiminta on merkittävä osa yhtiöiden toimintaa ja sen merkityksellisyyttä on korostettu myös laissa työeläkevakuutusyhtiöistä. Lain 9. luku käsittelee sijoitustoiminnan järjestämistä, minkä lisäksi lain riskienhallintaa käsittelevä 12 c § erittelee, että yhtiöllä on oltava riskiä ottavista toiminnoista riippumaton riskienhallinta, jonka on katettava muiden osa-alueiden ohella sijoitustoiminnan riskit. Yleisluontoisena sijoitustoimintaa koskevana määräyksenä laissa määrätään, että ”[t]yöeläkevakuutusyhtiön varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti”. Lisäksi lain mukaan sijoitustoiminnan on oltava itsenäistä ja yhtiöllä on oltava sitä varten rittävä ja riippumaton oma henkilöstö. Yhtiö voi kuitenkin hallituksen päätöksen mukaisesti ulkoistaa osan sijoitustoiminnastaan, kunhan sen itsenäisyys ei vaaraannu. Sijoitustoimintaa ohjaa hallituksen laatima sijoitussuunnitelma, josta käy ilmi myös ulkoistamisen laajuus ja luonne. (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä, 25.4.1997/354, 26 § - 28 §) Hallinnon osalta laki määrää, että työeläkeyhtiön hallituksessa ja toimitusjohtalla on oltava ”hyvä sijoitustoiminnan asiantuntemus” ja että hallituksessa on oltava ”vakuutuksenottajien ja vakuutettujen edustajia, jotka valitaan keskeisten työnantajia ja palkansaajia edustavien keskusjärjestöjen ehdottamista henkilöistä” (Laki työeläkevakuutusyhtiöistä, 25.4.1997/354, 9 e §; 11 §).

2.3.2 Eläkesäätiöt ja -kassat

Eläkesäätiöt toimeenpaneuvat yhden tai useamman työnantajan tai konsernin palveluksessa olevien työeläketurvaa ja eläkekassat yhden työnantajan, konsernin tai samaan toimialaan kuuluvien työnantajien työeläketurvaa. Lakisääteistä työeläketurvaa hoitavia eläkesäätiöitä oli vuonna 2016 toiminnassa 13 ja eläkekassoja viisi. Kummankaan perustaminen ei edellytä varsinaista toimilupaa, joskin niiden säännöille ja sääntöjen muutoksille on haettava vahvistus Finanssivalvonnalta. Sekä eläkesäätiön että eläkekassan perustaminen edellyttää lakisääteisen eläkevakuutuksen osalta vähintään 300 vakuutettua. Eläkesäätiöiden ja -kassojen edunvalvojana toimii Eläkesäätiöyhdistys. (TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat; ETK, Eläkesäätiöt; Finanssivalvonta, Valvottavat) Säätiöt ja kassat ovat huomattavasti yhtiöitä pienempiä sekä työeläkevakuutettujen ja edunsaajien että sijoitusvarallisuuden määrän mukaan. Eläkesäätiöissä oli vuoden 2014 lopussa noin 20 000 vakuutettua, joka oli alle yksi prosentti kaikista eläkevakuutetuista, ja noin 19 900 eläkkeensaajaa. Eläkekassoissa oli noin 25 800 vakuutettua, joka oli noin 1,4 % kaikista työeläkevakuutetuista, ja noin 23 500 eläkkeensaajaa. Säätiöiden määrä on vähentynyt 2000-luvulla 37 säätiöstä 13 säätiöön ja niissä vakuutettujen määrä oli laskenut vuoteen 2014 mennessä 15 %:iin 2000-luvun alun tasosta. Eläkekassojen määrä on pysynyt 2000-luvun ajan samalla tasolla. (ETK, Eläkesäätiöt; ETK, Eläkekassat) Säätiöiden ja kassojen rahastoimat eläkevarat olivat TELA:n tilastojen mukaan 30.6.2016 suuruudeltaan noin 6,2 miljardia euroa, eli noin 3,4 % koko järjestelmän noin 180,3 miljardista eurosta (TELA, Sijoitusvarojen kehittyminen).

Eläkesäätiöiden ja -kassojen toiminnasta säädetään vakavaraisuusjärjestelmän osalta työeläkeyhtiötä vastaavasti laissa eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä vielä toistaiseksi eläkesäätiölaissa (29.12.1995/1774) ja vakuutuskassalaissa (27.11.1992/1164). Sijoitustoiminnan osalta näissä kahdessa laissa on keskenään samankaltaisia yleisiä sijoitustoiminnan ohjenuoria, sijoitustoiminnan päätöksentekoa ja hallintoa koskevia säännöksiä sekä katesäännöksiä.

Sekä säätiöiden että kassojen osalta laissa on annettu yhtiöitä vastaavasti yleisluontoinen määräys varojen sijoittamisesta tuottavasti ja turvaavasti (Eläkesäätiölaki, 29.12.1995/1774, 5 §; Vakuutuskassalaki, 27.11.1992/1164, 8 §). Säätiöiden että kassojen sijoitustoimintaa on rajattu laissa niin, että ne saavat omistaa enintään 20 % suuruisen osan osakeyhtiön osakepääomasta ja

osakkeiden tuottamasta äänimäärästä; kassojen osalta tämä ei koske kassan toimintaan liittyviä yhtiöitä (Eläkesäätiölaki, 29.12.1995/1774, 4 §; Vakuutuskassalaki, 27.11.1992/1164, 7 §). Eläkesäätiön hallitukseen kuuluu lain mukaan säätiön toimintapiiriin kuuluvia tai heitä edustavia ja työnantajan valitsemia jäseniä, jonka lisäksi toimintapiiriä ja työnantajaa edustavien jäsenten lukumäärien suhteen tulee vastata kohtuullisessa määrin kahden suhdetta kolmeen. Eläkekassan säännöt voivat määrätä, että kassan osakkailla on oikeus valita puolet hallituksen jäsenistä. Työeläkeyhtiöiden tapaan myös säätiöiden ja kassojen sijoitustoiminnan päätöksentekoa ohjaa hallituksen laatima sijoitussuunnitelma. (Eläkesäätiölaki, 29.12.1995/1774, 47 a §; vakuutuskassalaki, 27.11.1992/1164, 83 f §) Säätiöiden ja kassojen hallitusten tulee tehdä osana strategista päätöksentekoa ja riskienhallintaa riski- ja vakavaraisuusarvio, toimittaa siitä yhteenveto Finanssivalvonnalle ja pitää se ajan tasalla. (Eläkesäätiölaki, 29.12.1995/1774, 25 a §; vakuutuskassalaki, 27.11.1992/1164, 33 a §) Eläkekassojen ylimpänä päättävänä elimenä on työeläkeyhtiöiden yhtiökokousta vastaava kassankokous, jossa jäsenet ja osakkaat käyttävät päätösvaltaansa (Vakuutuskassalaki, 27.11.1992/1164, 4. luku).

Eläkesäätiö- ja vakuutuskassalaissa on määritelty vastuuvelan katteeksi käyvät sijoituskohteet sekä vastuuvelan katearajat käytännössä toisiaan vastaavasti. Säätiöiden ja kassojen sijoituksista enintään 50 % saa olla velkasitoumuksia; enintään 50 % noteerattuja osakkeita tai niihin rinnastettavia kohteita; ja enintään 40 % kiinteistöjä tai niihin rinnastettavia kohteita. Yhteen kohteeseen voidaan sijoittaa vastuuvelan katteesta enintään 25 %, jos kohde on velkasitoumus; enintään 15 %, jos kohde on kiinteistö tai siihen rinnastettava kohde; enintään 5 %, jos kohteena ovat saman yhteisön osakkeet tai vastaavat oikeudet; ja näiden enintään 5 %:n kanssa yhteensä enintään 10 % samaan yhteisöön liittyviä muita sitoumuksia. Säätiön työnantajan tai kassan osakkaan oman toiminnan arvoon perustuvaan omaisuuteen saa olla sijoitettuna vastuuvelan katteesta yhteensä enintään 25 %, kuitenkin samaan toiminnalliseen kokonaisuuteen enintään 15 %. Lakisääteisten eläkkeiden turvana olevien varojen osalta enintään 20 % kassan sijoituksista saa olla muun valuutan kuin euron määräisiä. Säätiöille vastaavaa rajaa ei ole asetettu. (Eläkesäätiölaki, 29.12.1995/1774; 46 – 47 §; vakuutuskassalaki 27.11.1992/1164; 83 §)

Kun erityyppisten yksityisalojen laitosten sääntely on pääpiirteissään samankaltaista, olennainen ero niiden välillä liittyy vakuutuksenottajien vastuuseen. Työeläkeyhtiön vakuutuksenottaja vapautuu riskistä maksamalla vakuutusmaksun, eikä yhtiöllä ole maksun lisäksi mahdollisuutta

saada lisäpääomaa vakuutuksenottajalta. Eläkesäätiön vakuutuksenottaja eli yksittäinen työnantaja sen sijaan vastaa säätiön eläkevastuista konkurssiinsa asti. Tämä vastuu lisää säätiön riskinkantokykyä, minkä vuoksi on perusteltua, että säätiö on vapaampi toimimaan kuin työeläkeyhtiö. Säätiön työnantaja voi päättää kerätä lisää maksuja, jos säätiön vakavaraisuus on uhattuna. Toisaalta hyvässä vakavaraisuustilanteessa työnantaja voi alentaa omalla vastuullaan olevaa säätiön vakuutusmaksua ja hyötyä siten säätiön sijoitustuotoista. Eläkekassassa jäsenenä olevat työnantajat voivat halutessaan maksaa lisää parantaakseen vakavaraisuuttaan, mutta yksikään niistä ei ole koko omaisuudellaan vastuussa kassasta. Eläkekassat ovat vastuun kannalta ikään kuin säätiön ja yhtiön välimuoto. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 132; 145; 174 - 175)

On nähty, että eläkevaroihin liittyvä valta ja vastuu eivät säätiöissä ja kassoissa täysin kohtaa, sillä niiden sijoitustoiminnasta vastaavissa elimissä eli säätiön hallituksessa ja kassankokouksessa ovat edustettuina myös työntekijät, vaikka vastuu rahastoidun osan maksamisesta on työnantajalla. Säätiöiden ja kassojen yhtiöitä selkeämpi insentiivi hyvän tuoton tavoittelemiseen on toisaalta nähty myös perustana sille, että ne ovat rationaalisimpia laitoksia työeläketurvan järjestämiseen. Myös työeläkeyhtiöille on esitetty samanlaista selkeää insentivointia, jolloin työeläkemaksua voitaisiin säätää vakavaraisuustilanteen mukaan. (Hilli & Pennanen, 2011, 81 – 82)

2.3.3 Julkisalojen työeläkevakuuttajat

Julkisten alojen työnantajien eli valtion, kuntien ja evankelis-luterilaisen kirkon eläketurva toimeenpannaan kootusti Kevassa, mutta sijoitustoiminnan osalta järjestelmä on hajautettu niin, että Keva toteuttaa kunnallisten ja Valtion Eläkerahasto eli VER valtion työeläkevarojen sijoitustoiminnan. (ETK, Julkisten alojen eläkelaitokset; TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat) Julkisalojen laitokset ovat kokonaisuutena kooltaan yhtiöiden sekä säätiöiden ja kassojen välillä sekä vakuutettujen, eläkkeensaajien että sijoitusvarallisuuden mukaan tarkasteltuna. Kunnallisen työeläkelain piirissä oli vuoden 2014 lopussa noin 525 000 vakuutettua ja 373 000 eläkkeensaajaa ja valtion eläkelain piirissä noin 145 000 vakuutettua ja 270 000 eläkkeensaajaa. (ETK, Julkisten alojen eläkelaitokset) Kaikkien julkisalojen työeläkevakuuttajien rahastoimat eläkevarat olivat TELA:n tilastojen mukaan 30.6.2016 suuruudeltaan noin 66,5 miljardia euroa, eli noin 36,9 % koko järjestelmän noin 180,3 miljardista eurosta (TELA, Sijoitusvarojen kehittyminen). Keva on

Suomen suurin työeläkevarojen sijoittaja ja VER viidenneksi suurin; vuoden 2015 lopussa Kevan sijoitusvarallisuuden arvo oli noin 44 miljardia ja VER:n noin 18 miljardia euroa (ETK, julkisten alojen työeläkesijoitukset).

Kevan jäseniä ovat kaikki Suomen kaupungit, kunnat, kuntayhtymät ja suurin osa kunnallisista yhdistyksistä ja osakeyhtiöistä. Keva on toimeenpannut myös valtion ja evankelis-luterilaisen kirkon työntekijöiden eläketurvaa vuosista 2011 ja 2012 alkaen. Kuntien ja yksityisalojen työeläkemaksut ovat pääpiirteissään toisiaan vastaavia. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 148 – 150; TELA, Erilaiset työeläkevakuuttajat) Kevan toimintaa sääntelee kunnallinen eläkelaki. Siinä on työntekijän eläkelakia vastaavalla tavalla määritelty työansioden perusteella määräytyvä kunnallinen eläketurva, josta lain mukaan ”huolehtii julkisoikeudellinen Keva-niminen kunnallinen eläkelaitos” (Kunnallinen eläkelaki, 13.6.2003/549, 1 §). Lain 9. luku käsittelee kunnallisen eläketurvan rahoitusta sekä eläkemaksujen että sijoitustoiminnan osalta. Laissa on annettu Kevan sijoitustoiminnalle yksityisalojen laitoksia vastaavat yleisluontoiset määräykset tuottavuudesta ja turvaavuudesta sekä päätöksenteon puitteista; ylin sijoitustoiminnasta päättävä taho on Kevan hallitus, joka voi siirtää päätösvaltaansa laitoksen viranhaltijoille ja työntekijöille. (Kunnallinen eläkelaki, 13.6.2003/549, 135 §). Kevassa on lain mukaan oltava sijoitustoiminnan neuvoa antavana organisaationa kymmenhenkinen sijoitusneuvottelukunta, jonka jäsenistä kolmen tulee edustaa valtiovarainministeriötä, yhden työ- ja elinkeinoministeriötä ja kahden kunnallisen pääsopimuksen pääsopijajärjestöjä (Kunnallinen eläkelaki, 13.6.2003/549, 143 §).

VER on puhdas sijoitusorganisaatio, jonka vuoksi valtion työntekijöiden eläketurvan toimeenpanee Keva. Valtion työeläkemaksu muodostuu täyden rahastoinnin periaatteen mukaista eläkevastuuta kattavaksi, ja sen vahvistaa vuosittain työnantajan osalta valtiovarainministeriö ja työntekijän osalta sosiaali- ja terveysministeriö. Valtion työeläkemenosta katetaan 40 % vuosittain VER:sta ja loput 60 % suoraan valtion kyseisen vuoden budjetista. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 147 – 148) Valtion työntekijöiden eläketurvasta säädetään työntekijän eläkelakia ja kunnallista eläkelakia vastaavasti valtion eläkelaisissa (22.12.2006/1295), jonka 9. luku käsittelee valtion eläketurvan rahoitusta. Valtion eläkevarojen sijoittamisesta on määrätty laissa valtion eläkerahastosta (22.12.2006/1297). Lain mukaan VER:n tehtävä on varautua valtion eläkelain piiriin kuuluvien eläkkeiden maksamiseen (Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 1 §). Sijoitustoiminnalle on asetettu muita työeläkelaitoksia vastaavat tavoitteet tuottavuudesta ja

turvaavuudesta (Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 7 §). VER:n toiminta osana valtiota konkretisoituu esimerkiksi siten, että lain mukaan valtiovarainministeriö nimittää sen hallituksen, jonka jäsenistä kolme on määrättävä eläkkeensaajien henkilöstöjärjestöjen ehdotusten perusteella. Hallitus ohjaa VER:n sijoitustoimintaa ja sillä onkin lain mukaan oltava ”riittävä sijoitustoiminnan asiantuntemus”. (Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 3 §) VER:n sijoitustoiminta perustuu hallituksen vahvistamaan sijoitussuunnitelmaan (Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 7 §) sekä erillisiin valtuuksiin ja limiitteihin (VER, Ohjaus ja valvonta). VER:n johto tekee laitoksessa jatkuvaa sisäistä valvontaa sekä vuosittaisen riskikartoituksen, jonka lisäksi VER:ssa toteutetaan erillinen sisäinen tarkastus ulkopuolisen, riippumattoman toimijan toimesta. Sijoitustoiminnan päätöksentekoon vaikuttavien sisäpiiriläisten on myös ilmoitettava omistuksistaan. (VER, Ohjaus ja valvonta; Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 3 §) Toimenpiteillä pyritään varmistamaan, että VER:n toiminta on tehokasta ja tarkoituksenmukaista ja siinä noudatetaan lakeja, ohjeita ja toimintavaltuuksia (VER, Ohjaus ja valvonta).

VER:n sijoitustoiminnan sääntely on yksityiskohtaisempaa kuin Kevalla, sillä lain lisäksi valtiovarainministeriö antaa sille suoraan erillisiä sijoitustoimintaa koskevia määräyksiä. Määräyksissä on asetettu yksityisalojen laitosten sääntelyä vastaavasti allokaatorajoitteita sekä muita rajoitteita, kuten se, että VER ei voi tehdä suoria kiinteistösijoituksia, vaan sen on sijoitettava kiinteistöihin epäsuorasti esimerkiksi rahastojen kautta. (VER, Strategia) Työeläkelaitosten joukossa ainutlaatuinen VER:a koskeva ominaisuus on lakiin kirjattu kvantitatiivinen tavoite rahaston karttumisesta. Lain mukaan VER:n tavoite on kattaa 25 % valtion eläkevastuusta ja sen saavuttamisen jälkeen valtion eläkevarojen käytöstä säädetään erikseen. (Laki valtion eläkerahastosta, 22.12.2006/1297, 6 §)

Sijoitustoiminnan kannalta olennaisin ero julkisalojen ja yksityisalojen työeläkevakuuttajien välillä on se, että julkisalojen laitoksilla ei ole varsinaista katettavaa eläkevastuuta eikä vakavaraisuussääntelyä. Niiden sijoitustoiminta perustuu niiden oman hallinnon näkemyksiin ja riskitasoa voidaan säätää omien tarpeiden mukaan, sillä niiden maksukyvyyn takaa viime kädessä valtion ja kuntien verotusoikeus. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 179; ETK, julkisten alojen työeläkesijoitukset) Verotusoikeuden vuoksi julkisalojen laitosten ei periaatteessa tarvitsisi lainkaan rahastoida varoja vastuunkantokyvyn takaamiseksi. Sekä Kevalla että VER:lla on

kuitenkin puskurirahasto tulevan kehityksen varalle, ja niiden sijoitustoiminta on puhtaasti puskuriluonteista. Puskurirahastoja kasvatetaan toistaiseksi paitsi sijoitustoiminnan tuotoin, myös eläkemaksuilla ja verorahoituksella, joita kerätään enemmän kuin puhdas eläkemenon kattaminen vaatisi. Kevan rahastoja ei ole toistaiseksi käytetty eläkkeiden maksuun, mutta aikanaan rahastoista on tarkoitus maksaa merkittävä osa eläkkeistä. Valtion palkansaajien eläkkeet maksetaan kokonaan valtion budjetista, mutta eläkemaksut kerätään VER:on, jossa ne kartuttavat puskuria. VER puolestaan tulouttaa valtion budjettiin varoja, joilla katetaan noin 40 % valtion palkansaajien eläkkeistä vuosittain; loput noin 60 % rahoitetaan veroilla. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 135; 175)

3 TYÖELÄKEVAKUUTTAJIEN SIJOITUSTOIMINTA

3.1 Sijoitustoiminnan teoriaa

3.1.1 Erilaiset sijoituskohteet

Erilaiset työeläkelaitosten käyttämät sijoituskohteet voidaan jakaa esimerkiksi TELA:n käyttämän jaon mukaan neljään eri omaisuusluokkaan: korkosijoituksiin, osakesijoituksiin, kiinteistösjoiituksiin sekä muihin sijoituksiin. Perinteisesti Suomen työeläkelaitokset ovat hajauttaneet sijoituksiaan pääasiassa näistä kolmeen ensimmäiseen. 2000-luvulla luokkien keskinäinen painotus on muuttunut siten, että laitoksissa on siirretty painopistettä korkosijoituksista korkeamman riskin ja tuoton sisältäviin osakesijoituksiin, minkä lisäksi uusia vaihtoehtoisia omaisuusluokkia on alettu käyttää aiempaa enemmän. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 190 - 191) Seuraavassa kuvataan sijoituskohteita TELA:n käyttämän jaon mukaisesti; sijoituskohteita voitaisiin luokitella myös esimerkiksi Bodien, Kanen ja Marcuksen (2014, 24) mukaisesti kiinteätuottoisiin ja oman pääoman ehtoiisiin sijoituskohteisiin sekä johdannaisiin.

Korkosijoitukset ovat vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Ne ovat tyypillisimmin velkakirjoja, joista sijoittaja saa lainaamalleen rahamäärälle ehdoissa määriteltyä korkotuottoa. Tuotto voi olla

kiinteä tai sidoksissa johonkin muuttujaan ja sen lisäksi lainattu pääoma palautetaan maturiteetin kuvaamana ajankohtana. Joukkovelkakirjan hinnan tai markkinakorkojen noustessa sijoituksesta saatava tuotto vähenee ja päin vastoin. Perinteisesti julkisten yhteisöjen liikkeellelaskemia joukkovelkakirjalainoja on pidetty alhaisen luottoriskin sijoituksina, mutta viime vuosina euroalueen valtionvelkakriisi on lisännyt myös eurooppalaisten valtioiden joukkovelkakirjalainojen luottoriskiä. Julkisesti noteerattujen korkosijoituskohteiden lisäksi yksityisalojen laitokset voivat myöntää suoraan lainaa asiakasyrityksille niin kutsuttuina takaisinlainoina. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 191 – 193; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 479)

Osakesijoitukset ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta, jossa osakkeen omistaja saa osakkuuden yrityksestä ja kantaa koko omistuksensa arvosta riskin sen kannattavuudesta. Osakkeen arvonmuutosriskiin vaikuttavat ensisijaisesti kohdeyrityksen liiketoiminnan tilanne ja tulevaisuuden näkymät. Osakemarkkinat saattavat heilahdella voimakkaastikin lyhyellä aikavälillä, koska osakkeiden hinnat muodostuvat markkinoilla sijoittajien osin epärationaaliin odotuksiin perustuvien kysynnän ja tarjonnan mukaan. Osakesijoituksen tuottopotentialin toinen lähde arvonmuutoksen ohella on yrityksen voitonjaosta eli osingoista muodostuva juokseva tuotto. Oman pääoman ehtoisiin sijoituksille, joihin kuuluvat osakesijoitusten lisäksi myös muun muassa pääomasijoitukset, on tyypillistä korkosijoituksiin verraten huono likviditeetti ja korkea riski sekä tuottopotentiali. Sijoitukset oman pääoman ehtoihin kohteisiin tehdään markkinariskin pienentämiseksi usein hajauttamalla kohteita esimerkiksi maantieteellisesti ja toimialojen mukaan. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 194 - 195)

Kiinteistösijoituksiin luetaan sekä kiinteistöjen että kiinteistöomaisuuteen oikeuttavien osakkeiden omistaminen. Kiinteistösijoituksille ominaista on korko- tai osakesijoituksiin verraten heikko likviditeetti ja yksilöllisyydestä johtuva hinnoittelun vaikeus. Arvonmuutoksen lisäksi kiinteistösijoitusten tuottopotentiali syntyy kiinteistöstä saatavasta juoksevasta nettotuotosta. Kiinteistöjen arvo on muodostuu kiinteistömarkkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan ja ne toimivat hyvänä suojana inflaatiota vastaan, koska niiden arvonnousu on usein yhteydessä inflaatioon. Kiinteistöt ovat usein yksilöllisiä, pitkän aikavälin sijoituskohteita, joihin sidotaan paljon pääomaa, minkä vuoksi ne on nähty hyvinä kohteina eläkevaroille. Vakavaraisuusjärjestelmässä kotimaiset kiinteistöt ovat perinteisesti olleet hyvin kohdeltuja ja työeläkelaitokset ovatkin sijoittaneet niihin sekä suoraan että rahastojen ja sijoitusyhtiöiden kautta

Suomen kiinteistömarkkinoiden kannalta merkittävässä laajuudessa. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 195 - 196)

Muihin sijoituksiin voidaan lukea kaikki sellaiset vaihtoehtoiset sijoitukset, jotka eivät ole korko- osake- tai kiinteistösijoituksia. Niitä voidaan käyttää osana sijoitussalkkua tasamaan korko- ja osakemarkkinoiden heilahtelua ja näin hajauttamaan salkun kokonaismarkkinariskiä. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 196 - 197) *Hyödykesijoituksilla* tarkoitetaan suoria tai välillisesti tehtyjä sijoituksia erilaisiin hyödykkeisiin, kuten elintarvikkeisiin tai energiahyödykkeisiin. Hyödykesijoitukset ovat tehokkaiden johdannaismarkkinoidensa vuoksi usein hyvin likvidejä. *Valuuttasijoitukset* ovat suoria tai välillisiä sijoituksia vieraisiin valuuttoihin. Valuuttariskiä syntyy sijoitussalkkuihin usein välillisesti sijoitettaessa vieraassa valuutassa noteerattuihin kohteisiin; tältä riskiltä voidaan suojautua valuuttajohdannaisten avulla. *Hedgerahastoilla* tarkoitetaan sijoitusrahastoja, jotka pyrkivät kasvattamaan arvoaan absoluuttisesti yleisestä markkinakehityksestä riippumatta. Niiden toiminta perustuu erilaisiin kyvykkäiden salkunhoitajien toteuttamiin aktiivisen sijoitustoiminnan strategioihin. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 196 – 198; Bodie, Kane & Marcus, 2014) *Johdannaissopimusten* arvo määräytyy sopimusosapuolten määrittelemällä tavalla tietyn kohde-etuuden arvon mukaan. Johdannaisten kohde-etuutena voi olla käytännössä mitä vain ja ne voivat olla joko vakioituja tai erikseen räätälöityjä sopimuksia. Yleisimpiin johdannaistyypppeihin lukeutuvat termiinit, futuurit, swapit ja optiot. Johdannaisten käyttö on niiden monipuolisuuden ja hyvän likviditeetin vuoksi tärkeimpiä sijoitustoiminnan riskienhallinnan keinoja, joka edellyttää huolellisuutta ja hyvää ammattitaitoa johdannaisiin sisältyvien operatiivisten riskien vuoksi. (Tenhunen & Vaitinen, 2013, 198 – 201; 204; Hull, 2015; Bodie, Kane & Marcus, 2014)

3.1.2 Sijoitussalkun määrittäminen

Sijoitustoiminnan yleisesti hyväksytty teoreettinen lähtökohta on odotetun tuoton ja riskin välinen riippuvuus, jonka mukaan korkeampi riski mahdollistaa korkeamman odotetun tuoton (Hull, 2015, 2); tämä seuraa markkinoiden kilpailullisuudesta ja on todennettu useissa tutkimuksissa (Bodie, Kane & Marcus, 2014, 24; 161). Rahoitusteorian ensimmäinen merkkipaalu, joka teki alan tutkimuksesta aiempaa teknisempää (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 54 – 55), oli riskin ja

portfolion käsitteet yhteensitova Markowitzin *moderni portfolioteoria* (Markowitz, 1952; 1959; Hull, 2015). Tämä myös keskiarvo-varianssianalyysina tunnettu teoria on ehkä yksinkertaisin ja laajimmin käytetty tapa määrittää optimaalinen sijoitussalkku eli portfolio. Siinä sijoittajan riskinottohalukkuus yhdistetään markkinoilla tarjolla olevaan tuottoon, joka määritetään etsimällä tehokkaasti hajautettujen sijoitusportfolioiden muodostama tehokas rintama. Optimaalinen portfolio voidaan määrittää yhdistämällä sen odotettu tuotto ja riski. Odotettu tuotto ja riski lasketaan yksittäiselle sijoituskohteelle esimerkiksi historiallisista arvonmuutoksista sekä osingoista ja tuottojen varianssista tai keskihajonnasta. Yleisesti nähdään, että sijoituskohteiden analyysin tulisi perustua rationaaliin oletuksiin tulevaisuudesta historiallisen informaation sijaan, sillä menneisyyteen perustuvat arviot olettavat implisiittisesti, että historian havainnot antavat realistisen kuvan tulevaisuuden odotuksista. Vaikka esimerkiksi tuottoja voidaan ennustaa monin eri tavoin eikä mikään niistä ole täysin varma, riittävä hajautuksen taso kompensoi yksittäisistä sijoituskohteista tehtyihin oletuksiin liittyvää epävarmuutta. Hajautetun portfolion tuoton ja riskin laskemiseen tarvitaan tieto kaikkien sen sisältämien sijoituskohteiden tuotoista ja niiden välisistä kovariansseista, jotka kuvaavat kohteiden keskinäisiä korrelaatioita. (Markowitz, 1959, 12 – 14; 17 – 19; 21 – 23; 27 – 28; 33; Hull, 2015, 3 – 4; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 234)

Sijoitussalkun hajauttamisesta useisiin eri kohteisiin on hyötyä, sillä kuten useimmat taloudelliset muuttujat, sijoituskohteiden tuotot ovat toisistaan riippuvaisia ja niiden välinen korrelaatio on usein korkea, mutta ei täydellinen. Suurten lukujen lain mukaisesti sijoitussalkun laaja hajauttaminen eri kohteisiin kompensoi erityisen korkeiden ja matalien tuottojen vaikutusta. Riskienhallinnan vuoksi on vältettävä portfolioita, joiden sisältämällä kohteilla on liian suuri korrelaatio keskenään. (Markowitz, 1959, 5; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 234) Sijoitussalkkua onkin ajateltava kokonaisuutena ja kohteet valittava niin, että niiden painotettu keskimääräinen kovarianssi on alhainen. (Markowitz, 1959, 102; 114).

Erilaisilla sijoittajilla on erilaisia tavoitteita, ja esimerkiksi institutionaaliset vaikuttimet ja lainsäädännölliset rajoitukset on otettava sijoitussalkkua muodostettaessa huomioon (Markowitz, 1959, 6; Hull, 2015, 19). Kaikilla sijoittajilla on kuitenkin yleisen rationaalisen käyttäytymisen oletaman mukaan kaksi yhteistä tavoitetta. Ensinnäkin korkeampi tuotto on aina toivotumpi tila kuin matalampi tuotto. Toiseksi tämän tavoiteltavan tuoton toivotaan aina olevan mahdollisimman stabiili. Tehokas portfolio onkin Markowitzin mukaan sellainen, joka tarjoaa vähiten epävarmuutta

määrätyllä odotetun tuoton tasolla tai eniten odotettua tuottoa määrätyllä epävarmuuden tasolla. Vain tehokkaita portfolioita on tarpeen arvioida. Valinnan niiden väliltä ratkaisee sijoittajien kesken vaihteleva riskinottohalukkuus ja -kyky. (Markowitz, 1959, 6 – 7; 207 – 208; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 190)

3.1.3 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on keskeinen sijoitusteorian konsepti, joka nousi rahoitusteorian vallitsevaksi paradigmaksi 1970-luvulla (Dimson & Mussavian, 2000). Markkinatehokkuudella tarkoitetaan sitä, missä määrin sijoituskohteiden arvoon vaikuttava informaatio heijastuu kohteiden markkinahintoihin. Markkinat ovat tehokkaat, kun sijoituskohteiden hinnat heijastavat kulloisellakin ajanhetkellä saatavilla olevan informaation, joka niihin voi vaikuttaa. Tehokkailla markkinoilla hinnat määräytyvät päivittäin näennäisen satunnaisesti. (Fama, 1965, 34; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 380)

Vaikka tehokkaiden markkinoiden hypoteesia on perusteltu usein tutkimuksin, sitä on myös kritisoitu siksi, että hypoteesin todentaminen on käytännössä hankalaa. Hypoteesia on myös pidetty todellisuutta huonosti kuvaavana. Sen paikkansapitämättömyys on pyritty todistamaan useissa *markkina-anomalia*oita, eli ennustettavissa ja hyödynnettävissä olevia yli- tai alihinnoittelutilanteita, kuvaavissa empiirisissä tutkimuksissa. (Dimson & Mussavian, 2000; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 381) Hypoteesin puolustukseksi on esitetty, että anomaliat johtuvat sijoittajien epärationaalisuudesta ja ne häviävät tai niiden merkitys vähenee, kun mittaustapoja muutetaan; (Fama, 1998) toisaalta ajan kuluessa ja tietokantojen ja metodien kehittyessä on oletettavaa, että anomaliaita havaitaan yhä enemmän, vaikka markkinat toimivatkin keskimäärin tehokkaalla tavalla (Malkiel, 2003).

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on laajalti tunnustettu todellisuutta vähintäänkin melko hyvin kuvaavaksi approksimaatioksi, jota tulee edelleen kehittää (Dimson & Mussavian, 2000). Tuoreiden tutkimusten mukaan (esim. Altinkılıç, Hansen & Ye, 2015), markkinatehokkuus vaikuttaa parantuneen 2000-luvulla. Syiksi tähän on esitetty kaupankäynnin kulujen aiheuttaman tehottomuuden vähentyminen markkinoilla ja entistä dynaamisempi kaupankäynti. Analyysillä on

nähty olevan entistä pienempi merkitys sijoitustoiminnassa tietotekniikan kehittyessä ja kaupankäynnin muuttuessa entistä intensiivisemmäksi ja enemmän algoritmeihin perustuvaksi.

3.1.4 Aktiivinen ja passiivinen sijoitustoiminta

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan markkinoita ei voida ”voittaa” (”beat the market”) eli lisäarvoa tai ylituottoa ei voida saavuttaa *aktiivisen sijoitustoiminnan*, eli ylivertaisen taidon tai analyysin avulla (Dimson & Mussavian, 2000; Bollen & Busse, 2005; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 381). Tämä johtuu siitä, että sijoituskohteiden markkinahinnat ovat tehokkailla markkinoilla aina ”oikeilla” tasoillaan (”fair value”), eikä ali- tai ylihinnoiteltuja kohteita ole. Ylituottoa onkin tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan mahdollista saavuttaa vain sattumalta tai ottamalla enemmän riskiä. (Malkiel, 2003)

Aktiivista sijoitustoimintaa voidaan tehdä esimerkiksi *markkina-ajoituksen* ja *kohdevalinnan* keinoin. Markkina-ajoituksessa valitaan oikeita omaisuusluokkia oikeaan aikaan siten, että makrotaloudelliset trendit mahdollistavat ylituoton. Kohdevalinnassa valitaan omaisuusluokan sisällä oikea sijoituskohte useiden vastaavien kohteiden joukosta mikrotaloudellisin perustein, esimerkiksi sijoituskohteen analyysin perusteella. (Bollen & Busse, 2005) Vaikka useissa tutkimuksissa on havaittu, ettei markkina-ajoitus tai kohdevalinta tuota ylituottoja pitkällä aikavälillä, jonkinasteista ylituottojen säilyvyyttä sijoittajien kesken on löydetty. Tätä on selitetty niin kutsutulla *momentum-ilmiöllä*, joka tarkoittaa sitä, että aiemmin tuottanut sijoituskohte tuottaa hyvin tulevaisuudessakin. Momentum-hypoteesin mukaan parhaiden sijoittajien ajan yli säilyvät ylituotot eivät johdu muita paremmasta aktiivisen sijoitustoiminnan taidosta, vaan siitä, että heillä on valmiiksi aiemmin hyvin tuottaneita sijoituskohteita. Momentum-ilmiö on systemaattisimmin ja pitävimmän todennettuja markkina-anomaliaita. (Bollen & Busse, 2005; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 381) Markkina-ajoituksen, kohdevalinnan ja momentum-vaikutuksen ohella muita aktiivisen sijoitustoiminnan toteutustapoja ovat esimerkiksi arvo- ja kasvustrategiat. (Bodie, Kane & Marcus, 2014, 861)

Aktiiviseen sijoitustoimintaan verraten *passiivinen sijoitustoiminta* tarkoittaa sitä, että oman markkinanäkemyksen ottamisen ja analyysiin perustuvan strategisen kaupankäynnin sijaan

sijoitusomaisuus allokoidaan markkinoille laajasti hajauttaen ja riskiä sekä transaktiokuluja minimoiden, esimerkiksi seuraamalla markkinaindeksejä (Malkiel, 2003; Llewellyn, 2011; Bodie, Kane & Marcus, 2014, 191). Passiivisen sijoitustoiminnan puolesta usein esitetty argumentti (mm. Bollen & Busse, 2015; Malkiel, 2003) on, että vaikka markkina-anomalioita esiintyy aika ajoin ja ne ovat hyödynnettävissä, ne häviävät tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti nopeasti sijoittajien hyödyntäessä niitä, kunnes hinnat tasaantuvat. Yleinen näkemys onkin, että passiivinen sijoitusstrategia tuottaa aktiivista strategiaa paremmin pitkällä aikavälillä.

3.1.5 Sijoitustoiminnan riskienhallinta

Riskejä voidaan hallita joko yksittäin tai käsittelemällä niitä hajautettavana kokonaisuutena; riskien hajauttamista suurten lukujen lakia hyödyntäen kutsutaan poolaukseksi ja vakuutustoiminta perustuu lähtökohdiltaan siihen (Bodie, Kane & Marcus, 2014, 234). Molemmat keinot ovat laajalti käytössä finanssilaitosten sijoitustoiminnassa (Hull, 2015, 17). Tutkimusten mukaan sijoitussalkun allokaatio määrittää pitkäaikaisen sijoittajan riskiprofiilista noin 90 %, jos salkku on riittävän hajautettu. Allokaatiota tehtäessä on huomioitava eri omaisuusluokkien ja sijoituskohteiden pitkän aikavälin tuotto-odotukset ja riskitaso, joita voidaan arvioida sekä historiatietojen että ennusteiden perusteella. Sijoittajan riskinkantokyky ja riskinottohalukkuus sekä sijoitustoiminnan tavoitteet määrittävät, millainen allokaatio on riskin ja tuoton kannalta optimaalinen. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 201 - 203) Sijoitussalkun arvioinnissa on huomioitava tuoton lisäksi myös riski. Tätä kutsutaan tuotto-riski-suhteen arvioinniksi ja sen yleisimpiä työkaluja on *Sharpen luku*, joka suhteuttaa salkun tuoton sen riskiin ja mittaa sitä, kuinka paljon riskin ottamisesta on hyödytty tuotossa. (Bodie, Kane & Marcus, 2014, 840; 807)

Finanssilaitokset suojautuvat sijoitustoiminnan riskeiltä esimerkiksi muuttamalla sijoitussalkun allokaatiota markkinatilanteiden mukaan. Tämä tehdään käymällä kauppaa sijoituskohteilla siten, että salkun kokonaisherkkyydet markkinoilla vaikuttavia muuttujia kohtaan pidetään halutuilla tasoilla. Markkinamuuttujia vastaan suojautumista kutsutaan *hedgingiksi*. Jatkuvasti tehtävää, dynaamista hedging-kaupankäyntiä kutsutaan *rebalansoinniksi*. Transaktiokustannukset tekevät rebalansoinnin käytännössä vaikeaksi. (Hull, 2015, 153 – 168). Korkotason muutoksiin liittyvät riskit ovat erityisen hankalia hallita, sillä korkoja on jokaiselle valuutalle useita erilaisia, ne eivät

korreloi täysin keskenään ja ne muuttuvat eri tavoin sijoituskohteiden maturiteettien mukaan (Hull, 2015, 175). Allokaatiotyön apuna käytetään usein *skenaarioanalyysia*, jossa lasketaan sijoitussalkun voitto tai tappio tietyllä aikaperiodille erilaisten skenaarioiden vallitessa. Erilaisia aikaperiodeja käytetään riippuen sijoitussalkun likviditeetistä. (Hull, 2015, 171)

Yleisesti käytössä olevia riskienhallinnan kvantitatiivisia työkaluja ovat *Value at Risk eli VaR* ja sen pohjalta kehitetty *Conditional Value at Risk eli CVaR*. Näiden työkalujen tarkoituksena on esittää koko sijoitussalkun riski yhtenä lukuna. VaR määrittää sen tappion määrän, joka enintään menetetään tietyllä todennäköisyydellä tietyn aikaperiodin kuluessa. Vaikka VaR osoittaa, kuinka paljon voidaan menettää pahimmassa mahdollisessa tapauksessa, se ei huomioi valitun luottamusvälin ulkopuolisia riskejä, jotka voivat olla suuriakin. (Hull, 2015, 255 – 259) VaR:ia on kritisoitu siitä, että jättäessään huomiotta nämä niin kutsutut ”fat tails” -tappiot se saattaa luoda sijoittajille valheellista turvallisuuden tunnetta ja vaikuttaa näin haitallisesti jopa koko markkinoihin sijoittajien ottaessa liiallisia riskejä (mm. Montier, 2009). CVaR (tunnetaan myös nimellä Expected Shortfall) eroaa VaR:sta siinä, että se määrittää tiettyä tappiojakauman persentiiliä suuremman odotetun tappion tietyllä aikaperiodilla. Siinä missä VaR vastaa kysymykseen ”kuinka paljon voimme enintään menettää pahimmassa skenaariossa?”, CVaR vastaa kysymykseen ”kuinka paljon voimme olettaa menettävämme huonossa skenaariossa ylipäättään?”. Vaikka CVaR on hankalampi määrittää kuin perinteinen VaR, se huomioi VaR:sta poiketen hajauttamisen hyödyt kaikissa tilanteissa ja antaa tätä realistisemmän kuvan kokonaisriskistä. CVaRia käytetään ja edellytetään enenevässä määrin sekä finanssilaitoksissa että niiden sääntelyssä ja sen laadinnassa. (Hull, 2015, 259 – 262)

3.2 Työeläkevakuuttajat sijoittajina

3.2.1 Institutionaalisten sijoittajien sijoitustoiminta

Institutionaalisilla sijoittajilla on laajoja vaikutuksia maailmantalouteen ja pääomamarkkinoihin niiden suuren sijoitusomaisuuden sekä poliittisten kytkösten ja intressien vuoksi, ja niiden sijoittama rahamäärä oli IMF:n mukaan yli kolminkertaistunut 1990-luvun alusta vuoteen 2005

mennessä (Ferreira & Matos, 2008). Suomen pääomamarkkinoilla toimivista sijoittajista erityisen kyvykkäiksi on jo 1990-luvulla tunnistettu kotimaiset institutionaaliset sijoittajat, kuten työeläkelaitokset, joiden on havaittu hyödyntävän esimerkiksi momentum-ilmiötä (Grinblatt & Keloharju, 1999).

Finanssilaitokset tekevät sijoitustoimintaa paitsi täyttääkseen asiakkaidensa tarpeita ja hallitakseen riskejään, myös tehdäkseen näkemyksensä mukaista kauppaa ja saavuttaakseen ylituottoa minkä tahansa sijoittajan tavoin (Hull, 2015, 93). Instituutioilla on kuitenkin sijoittajina usein myös muita tavoitteita, joiden huomiointi on tärkeää sijoitustoiminnan onnistumista arvioitaessa (Collie & Anselm, 2013). Eläkerahastoilla voidaan nähdä olevan institutionaalisina sijoittajina neljä keskeistä piirrettä: riskin minimointi, tuoton maksimointi, likviditeetin ylläpito ja kulujen minimointi. Niillä on sijoitustoiminnan organisointiin joko yksinkertaisia hallintorakenteita, joissa tehdään periaatteelliset päätökset sijoitustoiminnasta, tai monimutkainen sisäinen sijoitustoiminto, joka mahdollistaa täysin kehittyneen modernin sijoitustoiminnan. (Sorsa, 2011, 100 – 101) Aktiivisessa sijoitustoiminnassa keskitetty päätöksenteko johtaa parantuneeseen markkina-ajoituskykyyn, kun taas sijoitusluokittain hajautettu päätöksenteko, jonka suosio institutionaalisissa sijoittajissa on 2000-luvulla ollut kasvussa, parantaa kohdevalintakykyä (Dass, Nanda & Wang, 2013). On esitetty, että institutionaaliset sijoittajat suosivat suuria ja hajautetusti omistettuja yhtiöitä (Ferreira & Matos, 2008), ja että ne pyrkivät ainakin tiettyyn pisteeseen asti sovittamaan sijoitussalkkunsu tuotto-riski-ominaisuudet vastuisiinsa (Bodie, Marcus & Kane, 2014, 1004).

Instituutioiden sijoitustoiminnalla on vaikutuksia niiden omistamiin sijoituskohteisiin. Erityisesti kansainvälinen instituutioiden omistus vaikuttaa positiivisesti hyvään hallintoon ja arvonnousuun omistetussa yrityksessä. Instituutioiden sijoitusten hajautuminen kansainvälisesti luo hyvää hallintotapaa maailmanlaajuisesti ja on merkityksellistä myös muilla kuin rahamääräisillä mittareilla. Tämä pätee etenkin ulkomaisiin instituutioihin, koska niillä ei ole samanlaisia riippuvuussuhteita omistamiinsa kohteisiin kuin kotimaisilla sijoittajilla ja ne käyttävät omistajuuteen perustuvaa valtaansa objektiivisemmin. Instituutiot, joilla on mahdollisia liiketoimintasiteitä sijoituskohteisiinsa, kuten pankit ja vakuutusyhtiöt, vaikuttavat kohteiden hallintotapaan ja arvoon vähemmän kuin riippumattomammat instituutiot, kuten sijoitusrahastot. (Aggarwal, Erel, Ferreira & Matos, 2010; Ferreira & Matos, 2008) Instituutiot hyötyvät myös itse

omistustensa aktiivisesta valvonnasta ja pitkäaikaisesta omistamisesta sitä enemmän, mitä riippumattomampia ne ovat kohteistaan ja mitä suurempi kohteen paino instituution sijoitussalkussa on. Finanssialan toimijat eli pankit ja vakuutusyhtiöt on tyypillisesti tulkittu sijoituskohteistaan jossakin määrin riippuvaisiksi sijoittajiksi; julkisen vallan alaisuudessa olevat eläkerahastot on usein luokiteltu riippumattomiksi. (Fich, Harford & Tran, 2015; Chen, Harford & Li, 2007)

Yhdysvaltojen eläkerahastojen sijoitustoimintaa tutkittaessa on havaittu, että ne ovat asiantuntemukseltaan keskimääräistä sijoitusrahastoa parempia, mutta tekevät epäoptimaalisia sijoituspäätöksiä suosimalla niihin poliittisesti sidoksissa olevia kohteita. Tämä aiheuttaa kustannuksia yhteiskunnalle ja veronmaksajille huonomman tuotto-riski-suhteen kautta. (Bradley, Pantzalis & Yan, 2015) Instituutioiden kyky kasvattaa omistustensa arvoa on lisäksi vähäisempi, kun niillä on tuotto-riski-suhteen optimoinnin lisäksi poliittisia ja sosiaalisia intressejä ja kun niiden sijoitustoimintaan kohdistuu sääntelyä. Eläkerahastoja on näistä pidetty tehottomina valvojina. (Woidtke, 2001) Sijoituskohteisiinsa sidoksissa olevien instituutioiden on myös esitetty voivan pyrkiä vaikuttamaan kohteiden markkinahintoihin niin kutsutuin ”price support” – toimenpitein, jotka voivat johtaa epäoptimalisiin sijoituspäätöksiin (Golez & Marin, 2014).

Institutionaalisten sijoittajien kyvykkyyttä on tutkittu paljon. Yhtäältä on esitetty, että instituutioilla on aidosti sijoitustaitoa. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan hyvin informoidut institutionaaliset sijoittajat korjaavat markkinoiden epätehokkuuksia hyödyntäen anomaliaita ja näin siirtävät markkinahintoja kohti niiden todellisia arvoja. Toisaalta on esitetty perusteita sille, että instituutioilla ei ole erityistä näkemystä tai kykyä ja että ne toimivat muun sijoittajajoukon mukaisesti toteuttaen niin sanottua laumakäyttäytymistä. (Jiang, 2009) Syitä epäoptimaaliselle sijoitustoiminnalle ovat muun muassa erityisesti eläkerahastojen osalta niin sanottu ”window dressing”, jossa portfoliota muokataan näennäisesti paremmaksi tilinpäätöshetkelle sekä sijoitustappioiden verovähennysten hyödyntäminen ja salkunhoitajien oman kompensaation parantaminen säätämällä portfolion tuotto-riski-suhdetta. (Ng & Wang, 2004)

Menestyneimmät institutionaaliset sijoittajat suosivat tutkimusten mukaan passiivista arvosijoittamista. Ylituottoa saavuttaneiden aktiivisten instituutioiden ylituotto vaikuttaa syntyvän momentum-ilmiön hyödyntämisestä. (Llewellyn, 2011; Teo & Woo 2004) Institutionaalisten

sijoittajien on erään näkemyksen mukaan mahdollista saavuttaa ylituottoa markkina-ajoituksen avulla, koska ne voivat hyödyntää tietoa, joka ei ole kaikkien sijoittajien saatavilla (Jiang, Yao & Yu, 2007). Vastoin perinteistä käsitystä tehokkaista markkinoista ja passiivisen sijoitustoiminnan paremmuudesta on myös esitetty (mm. Berk & van Binsbergen, 2015), että instituutiot saavuttavat taidolla ylituottoa yli ajan. Viime vuosina passiivisen indeksoinnin on havaittu (Cremers, Ferreira, Matos & Starks, 2016) lisääntyneen sen tultua helpommaksi esimerkiksi ETF-kohteiden yleistymisen myötä. Tämä on lisännyt instituutioiden kilpailua ja saanut aktiivisesti sijoittavat instituutiot saavuttamaan suurempia ylituottoja. On lisäksi esitetty (Cremers, Ferreira, Matos & Starks, 2016), että eläkerahastoja on kannustettu suosimaan passiivista sijoittamista sääntelyn muuttuessa sijoitustoiminnan kilpailullisuutta ja kustannustehokkuutta suosivaan suuntaan ja etuusperusteisten järjestelmien muuttuessa maksuperusteisiksi. Vaikka aktiivisten sijoittajien määrän ja kilpailullisuuden kasvaessa niiden kyvykkyys kasvaa, ylituottoja on vaikeampi saavuttaa yhä useamman sijoittajan pyrkiessä hyötymään samoista anomaliaista. Uudet ja kyvykkäämmät toimijat markkinoilla myös vähentävät pidempään toimineiden instituutioiden ylituottoja. Kaiken kaikkiaan aktiivisen sijoitustoiminnan kyvykkyys on useiden tutkimusten perusteella kasvanut ajan kuluessa. (Pastor, Stambaugh & Taylor, 2014)

3.2.2 Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta

Työeläkevakuuttajien yhteenlaskettu rahastoitujen varojen määrä oli kesäkuun 2016 lopussa noin 180,3 miljardia euroa, joista noin yksi kolmasosa (27 %) oli Suomessa, yksi viidesosa muissa euroalueen maissa (20,5 %) ja noin puolet (52,5 %) euroalueen ulkopuolisissa maissa. 2000-luvulla Suomeen sijoitettu osuus on laskenut hitaasti ja muiden euroalueen maiden osuus nopeammin. Euroalueen ulkopuolisten maiden osuus on kasvanut kiihtyvällä vauhdilla. Varojen yhteenlaskettu määrä nousi kesäkuussa 2016 2,4 miljardia euroa edellisen kvartaalin lopusta. Pidemmälläkin aikavälillä sijoitustoiminta on ollut onnistunutta, sillä varat ovat kasvaneet tasaisesti: vuosina 2005 – 2015 kasvua on ollut noin 8,5 miljardia euroa vuodessa. (TELA, Sijoitusvarojen kehittyminen; Sijoitusanalyysi)

Laitosten sijoitustoiminta on kehittynyt nykyiseen tilaansa viime vuosikymmeninä. Alkuaikoina sijoitustoiminta keskittyi vakuutusmaksujen käytännössä vähäriskiseen takaisinlainaamiseen.

Lainapainotteisuus johtui muun muassa tiukasti säännellyistä osakemarkkinoista, alhaisesta korkotasosta ja voimakkaasta inflaatiosta. 1990-luvun alussa järjestelmä muuttui pankkikriisin myötä, kun eläkelaitosryhmittymät alkoivat hajota, rahoitusmarkkinat aukesivat ja valinnanvapaus lisääntyi. Kansainväliset omistukset mahdollistuivat ja osa vallankäytöstä siirtyi omistajilta markkinoille; toisaalta laitokset hankkivat itselleen omistajavaltaa lisätessään sijoituksiaan osakkeisiin. Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan merkitys on kasvanut sekä varojen määrän että kotimaisten yritysten omistajuuteen perustuvan vallan kasvun kautta. Tämä on tuonut niille uutta asiantuntemusta ja lisännyt osaamisvaatimuksia. Laitosten sijoitusasiantuntijoiden vallan voidaan olettaa kasvaneen omistettujen kohteiden päätöksentekijöihin nähden. Sääntelyn kehityksen painopiste on ollut tuottojen mahdollistamisessa, joka on ohjannut sijoitustoimintaa puskuriluonteisempaan suuntaan ja vähentänyt sen ennakoivaa luonnetta. (Lassila & Valkonen, 2011, 56 – 57; 59; 67)

Eläkejärjestelmät ovat olleet euroopanlaajuisesti niin kutsutun finanssoitumiskehityksen kohteena, jonka myötä moderniin portfolioteoriaan perustuvasta sijoittamisesta ja shareholder value –ajattelusta on tullut vallitsevia toimintatapoja ja sijoitustoiminnan sääntelystä on tullut periaatteisiin ja valvonnasta riskeihin perustuvaa. Suomen työeläkejärjestelmän on nähty finanssoituneen niin pitkälle kuin se on järjestelmän sosiaalipoliittisten peruspilareiden ja rakenteen kannalta ollut mahdollista. Eläkejärjestelmissä sijoitetaan nykyään yhä useammin perinteisten likviditeettiä turvaavien ja riskiä rajaavien kohteiden ohella myös eksoottisempiin ja riskisempiin, mutta korkeamman tuotto-odotuksen kohteisiin sijoitustoiminnan perustuessa ollessa globaaliin hajauttamiseen ja shareholder value –ajatteluun, joka erottaa sijoituskohteiden ominaisuudet niiden taustalla olevien taloudellisten toimintojen ominaisuuksista. (Sorsa, 2011, 93; 95; 99 – 100)

Hajautetun päätöksenteon mallin mukaisesti työeläkevakuuttajat tekevät sijoituspäätöksensä itsenäisesti. Sijoitustoimintaa ohjaa yleisellä tasolla sijoitussuunnitelma, josta kunkin laitoksen hallitus päättää. Sijoitussuunnitelma kuvaa sitä, kuinka ja mistä sijoituskohteista laitos pyrkii tavoittelemaan tuottoa ja millaisella riskillä. (TELA, Työeläketalouden perusteet) Siinä kuvataan sijoitustoiminnan lähtökohdat, lyhyen ja pitkän aikavälin tuottotavoitteet ja sijoitustoiminnan riskienhallinnan periaatteet. Sijoitussuunnitelmassa asetetaan myös sijoitusten hajauttamista ja sijoituksille asetettavia turvaavuus- ja likviditeettitavoitteita. Sen ajantasaisuuden varmistamiseksi

laitoksen hallitus arvioi säännöllisesti sijoitustoiminnan edellytyksiä esimerkiksi pääomamarkkinoiden ja laitoksen vakavaraisuuden ja riskinkantokyvyn kehityksen suhteen. Sijoitussuunnitelmassa päätetään yksittäisiä sijoituskohteita ja erilaisia sijoitusriskejä koskevista rajoista ja johdannaissopimusten käyttämisestä on laadittava erillinen selvitys. Osana sijoitussuunnitelmaa hallitus päättää myös, kuinka sijoitustoiminnan päätöksenteko ja organisointi jaetaan laitoksen sisäisesti ja miltä osin se mahdollisesti ulkoistetaan. Lähtökohta on, että laitoksen oma sijoitustoiminto toimii ammattitaitoisesti ja riippumattomasti. Työeläkelaitosten omalla henkilökunnalla tulee olla siinä määrin sijoitustoiminnan osaamista ja ammattitaitoa, että ulkoistettuihin varainhoitopalveluihin turvaudutaan vain omaa toimintaa täydentävin osin. Itsenäinen päätöksenteko sijoitustoiminnassa ei saa vaaraantua silloinkaan, kun sijoitustoimintaa ulkoistetaan. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 188 - 189; Lassila & Valkonen, 2011, 58)

Keskeisimpiä työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle asetettuja vaatimuksia ovat lainsäädännön sille asettamat vaatimukset tuotosta, turvaavuudesta ja likviditeetistä. Ne tarkoittavat käytännössä sitä, että eläkevastuun eli vastuuvelan katteena olevat varat on sijoitettava niin, että vastuuvelalle asetettu tuottovaatimus katetaan, vakavaraisuuspääoma säilyy riittävänä ja eläkkeiden maksaminen on aina turvattuna. Yksityisalojen laitosten sijoituksille on lisäksi oletettu ETK:n pitkän aikavälin laskelmissa ohjeellinen, 3,5 % suuruinen reaalityttö. Konkreettisin yksityisalojen laitosten sijoitustoiminnalle asetettu vaatimus on kuitenkin järjestelmän yhteinen vastuuvelan tuottovaatimus. Jos laitos ei kata sitä, erotus puretaan sen vakavaraisuuspääomasta ja vakavaraisuus alenee. Vastuuvelan tuottovaatimus määritellään neljännesvuosittain ja se koostuu laskuperusteissa määritellystä rahastokorosta, säännöllisesti tarkistettavasta ja laitosten keskimääräisestä vakavaraisuudesta muodostuvasta eläkevastuiden täydennyskertoimesta sekä osaketuottosidonnaisesta lisäakuutusvastuusta. Täydennyskerroin on mekanismi, jonka kautta järjestelmän vakavaraisuuden nousu nostaa myös tuottovaatimusta. Korkeampi tuottovaatimus paremmassa vakavaraisuustilanteessa voidaan perustella paremmilla riskinottomahdollisuuksilla, jotka vakavaraisuusjärjestelmä mahdollistaa sitomalla ne vakavaraisuuspääoman määrään. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 181 – 184; Lassila & Valkonen, 2011, 58)

Keskimääräisen vakavaraisuuden ja tuottovaatimuksen kasvaessa yksityisalojen laitosten on allokoitava enemmän omaisuutta riskisempiin ja tuottavampiin kohteisiin. Toisaalta vakavaraisuuden laskiessa riskinkantokyky pienenee ja on siirryttävä vähemmän riskisiin

kohteisiin. Vakavaraisuussäätely onkin automaattinen mekanismi, jonka tarkoitus on suhteuttaa laitosten sijoitussalkkujen riskitaso niiden riskinkantokykyyn. Sen vaikutuksia sijoitustoimintaan on kuitenkin kritisoitu. Kuten edellä mainittiin, vastuuvelan ja koko sijoitustoiminnan tuottovaatimus määrittyy pääosin keskimääräisen vakavaraisuuden mukaan. Riskinkantokykyyn sen sijaan vaikuttaa vain laitoksen oma vakavaraisuus eli puskuriksi käytettävissä olevan toimintapääoman suhde vastuuvelkaan. Tästä seuraa, että jos laitoksen oma vakavaraisuus on merkittävästi järjestelmän keskitason alapuolella, kaikille yhteinen tuottovaatimus muodostuu haastavan suureksi laitoksen omaan riskinkantokykyyn nähden. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 201 - 204) Joustavan sijoitustoiminnan mahdollistaminen on väistämättä ristiriidassa riskinoton rajoittamisen kanssa, koska yksittäisten laitosten riskinottoa ja tuottojen tavoittelua on säädeltävä samoilla säännöillä (Lassila & Valkonen, 2011, 58).

Sekä pankki- että vakuutuslaitoksia koskevien vakavaraisuusjärjestelmien sisäänrakennettuna haasteena on tunnistettu niiden myötäsyklisyyteen eli prosyklisyyteen ohjaava vaikutus. Vakavaraisuussäännökset voivat aikaansaada haitallista vuorovaikutusta finanssitoimialan ja reaalityalouden välillä säännösten ohjatessa laitokset toimimaan markkinasykliin mukaisesti. Laskumarkkinassa vakavaraisuussäännelyjen laitosten voi olla välttämätöntä myydä ja nousumarkkinassa ostaa sijoituskohteita säilyttääkseen vakavaraisuutensa, joka voi johtaa markkinasuhteiden voimistumiseen, joka edelleen nostaa tai laskee vakavaraisuutta. (Suomen Pankki, 2009, 21; 25 - 26) Vakavaraisuusjärjestelmän prosyklisyyteen ohjaava vaikutus voi laskea myös laitosten omaa tuottopotentialiaa, koska vakavaraisuus kasvaa ja riskiä on lisättävä sijoituskohteiden arvojen noustessa ja tuottopotentialin pienentyessä; vastaavasti vakavaraisuus laskee ja riskiä on vähennettävä tuottopotentialin kasvaessa arvojen laskun myötä.

Hilli ja Pennanen (2011) ovat nähneet järjestelmän ongelmia vaikeaselkoisuuden ja monimutkaisuuden sekä järjestelmän hallinnon että laskuperusteiden osalta, joka vaikeuttaa sen läpinäkyvyyttä, toimintaa ja kehittämistä. Kehitysehdotuksiksi he ovat esittäneet dynaamista valvontakehikkoa, jonka avulla voidaan reagoida markkinariskeihin eri sijoitusluokissa, mahdollisuutta luoda oma sisäinen riskienhallintamalli ja vakavaraisuusrajan poistamista laista. (Hilli & Pennanen, 2011, 83 – 84) Vuoden 2017 vakavaraisuusuudistus ja ORSA-vaatimus vastaavatkin osittain Hillin ja Pennanen esittämiä ideoita. Vaikka eläkesijoitukset hahmotetaan usein pitkäjänteisenä portfoliosijoittamisena, vakavaraisuusjärjestelmä asettaa sijoitustoiminnan

aikahorisontiksi käytännössä vuoden. Tästä syystä on nähty, että sääntely hankaloittaa näin itsenäisten strategioiden luomista ja pakottaa laitokset spekuloidaan lyhyen aikavälin sijoituksilla. Järjestelmän myötä laitokset voivat myös olla pakotettuja pitämään esimerkiksi kotimaisia osakkeita hallussaan pitkiä aikoja, vaikka likviditeettiä tarvittaisiin. Tämä johtuu siitä, että lyhyellä aikavälillä kotimaisista osakkeista voi olla vaikeaa saada riittävää tuottoa laajalla myynnillä markkinan pienen koon takia. Ongelmana on koettu myös se, että järjestelmän sidosryhmät eivät aina ymmärrä sijoitusriskiä positiivisena mahdollisuutena, joka voi olla ongelmallista päätöksenteolle poikkeustilanteissa. (Sorsa, 2011, 111 – 112)

Sijoitustoimintaan käytettävissä olevan pääoman määräytyminen järjestelmän keskimääräisen vakavaraisuuden perusteella aiheuttaa sijoitustoimintaan kilpailuasetelman, jossa yksittäisen laitoksen on vaikea laatia sijoitusstrategiaa pitkälle aikavälille puhtaasti omista lähtökohdistaan, vaan erilaisten vaihtoehtojen hyödyllisyys riippuu muiden laitosten valinnoista ja sääntelyn kehityksestä. (Sorsa, 2011, 114 – 115) Vaikka kilpailuolosuhteet mahdollistavat profiloitumisen erilaisilla sijoitusstrategioilla, Sorsan (2011) mukaan sääntely käytännössä rajoittaa sijoitustoiminnan lähtökohdat portfoliosijoittamiseen. Sorsan mukaan sijoitustoiminta on rajallinen kilpailukeino myös siksi, että kustannuskilpailu rajaa erikoistumista esimerkiksi omistajavalvontaan, erityisen vastuulliseen strategiaan tai tiettyjen sijoituskohteiden jättämiseen strategian ulkopuolelle. Toisaalta asiakasyritysten työntekijöillä ei ole käytännössä mahdollisuuksia vaikuttaa sijoitustoimintaan. Sorsan mukaan ongelma voitaisiin ratkaista tukemalla julkisin varoin kaikkien laitosten mahdollisuuksia erikoistua kustannuksia lisääviin sijoitustoiminnan strategioihin ja näin erilaistua edelleen. (Sorsa, 2011, 113)

Suomen työeläkevarojen sijoittamiseen ja siihen, kuinka laitokset toimivat omistajina yrityksissä, liittyy paljon valtaa ja eri tahojen intressejä. Tämä johtuu siitä, että varat itsessään ovat suuret ja siitä, että Suomessa ei ole muita työeläkelaitoksia vastaavia, merkittäviä institutionaalisia sijoittajia. Eläkevarojen käyttöön onkin Suomessa esitetty paljon erilaisia näkemyksiä. (Lassila & Valkonen, 2011, 53 – 54; 62) Keskeinen kysymys on se, missä määrin eläkevarat sijoittaa kotimaisiin tai ulkomaisiin kohteisiin. Ulkomaiset sijoituskohteet voivat usein olla riskien hajauttamisen ja tuotto-riskin-suhteen optimoinnin kannalta kotimaisia kohteita parempia. Kotimaisiin kohteisiin sijoittamista perustellaan puolestaan usein palkkasumman kasvulla, kotimaan talouskasvun lisäämisellä ja pääomamarkkinoiden tehostumisella. On huomattava, että

pääomamarkkinoiden lähtötaso vaikuttaa siihen, voiko niiden toiminta ylipäätään tehostua eläkevarojen sijoittamisesta. (Lassila & Valkonen, 2011, 62 – 64; Tenhunen & Vaittinen, 2013, 68) Todella kehittyneissä talouksissa eläkerahastointi ei enää tehosta markkinoita; toisaalta kehittymättömissä talouksissa infrastruktuuri on niin heikko, ettei eläkkeitä voida riskeerata rahastoimalla tai rahastointi voi yksinkertaisesti olla liian vaativa tehtävä. Eläkerahastointi voi kuitenkin tehostaa toimintaa ääripäiden väliin sijoittuvilla pääomamarkkinoilla, kuten Suomen markkinoilla. (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013) Kotimaisiin kohteisiin sijoittamisen puolesta on esitetty myös, että ne tunnetaan ulkomaisia kohteita paremmin ja tiedonhankinta on kustannustehokkaampaa (Lassila & Valkonen, 2011, 62 – 64); esimerkiksi Sorsa (2011) toteaa, että keskinäisistä eroistaan huolimatta työeläkevakuuttajien asema Suomen rahoitusmaailmassa ja omistajaohjausverkostoissa on merkittävä. Tästä seuraava suomalaisen elinkeinoelämän vahva tuntemus selittää myös osaltaan kotimaahan sijoittamista yleisen tuotto-riski-suhteen optimoinnin vastaisesti (Sorsa, 2011, 108).

Eläkevarojen merkittävää sijoittamista kotimaahan ei kuitenkaan pidetä optimaalisena muistakaan syistä kuin puhtaan tuotto-riski-suhteen kannalta. Lassilan ja Valkosen (2011) mukaan näkemys siitä, että eläkevaroilla tulisi pyrkiä kotimaan palkkasumman kasvattamiseen, on harhaanjohtava siksi, että palkkasumman kasvusta seuraavat suuremmat maksutulot kasvattavat suhteellisesti myös eläkemenoja ja pääomamarkkinoiden tehostaminen siksi, että Suomessa ei heidän mukaansa ole havaittu suuria markkinapuuutteita. Suomen osittain rahastoivassa eläkejärjestelmässä eläkevarojen merkittävä sijoittaminen kotimaisiin kohteisiin on epäoptimaalista myös siksi, että koska jakojärjestelmäosan riski riippuu tulevien sukupolvien veronmaksukyvyistä ja siten kotimaan kansantaloudesta, kokonaisriskiä voidaan vähentää sijoittamalla rahastoitavaa osuutta ulkomaille. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 63 – 64) Lisäksi sijoitusten hajauttaminen kansainvälisesti on tärkeää paitsi eläkelaitoksille, myös koko kansantaloudelle, koska Suomen työeläkelaitokset ovat niin suuria instituutioita markkinoillamme, että niiden toiminta vaikuttaa helposti kotimaisten kohteiden hintoihin (Lassila & Valkonen, 2011, 59). Vaikka kotimaahan sijoittamiseen liittyvät hankkeet olisivatkin hyvää tarkoittavia ja hyödyllisiä onnistuessaan, varojen ohjaus muilla kuin markkinamekanismeilla on nähty potentiaalisesti haitaksi kansantalouden pitkän aikavälin kasvulle ja eläkevarojen tuottoasteelle. Viime vuosina huomiota on saanut myös vastuullinen omistajapolitiikka, joka ei voi TELA:n aihetta käsittelevän periaatemuistionkaan mukaan ajaa päätavoitteiden edelle. (Lassila & Valkonen, 2011, 59; 64 – 65)

Vaikka Finanssivalvonnalla ja laitosten sijoitustoiminnalla on kansainvälisestikin arvioiden vahva asiantuntemus ja legitimizeetti ja niiden riskienhallinta ja hallintotavat ovat hyvällä tasolla, Sorsa (2011) näkee tärkeimpänä järjestelmään liittyvänä jännitteenä portfoliosijoittamisen legitimizeetin suomalaisessa yhteiskunnassa. Suurin osa kansasta halusi vuonna 2007 TELA:n teettämän Työeläkeasenteet-tutkimuksen mukaan, että mahdollisimman suuri osa varoista sijoitettaisiin kotimaahan työllisyyden ja palkkasumman kasvattamiseksi. Toinen ristiriita liittyy nykyolosuhteissa sijoitussalkun kannalta tärkeisiin ja laitoksille itselleen ymmärrettäviin ja läpinäkyviin hedgesijoituksiin. Hedgesijoitukset on ymmärretty julkisessa keskustelussa helposti vastuuttomaksi sijoitustoiminnaksi, sillä ne eivät ole läpinäkyviä muille kuin institutionaalisille sijoittajille ja yleinen ymmärrys niistä on heikkoa. Sijoitustoiminnan legitimizeetin jännitteiden purkaminen esimerkiksi kotimaisuuden ja hajauttamisen sekä riskin ja tuoton näkökulmien välillä edellyttää Sorsan mukaan lisää demokraattista keskustelua. (Sorsa, 2011, 112 – 113)

3.3 Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden edellytykset

3.3.1 Tiedossa olevien sääntelyn muutosten vaikutukset

Yksityisalojen laitosten sijoitustoiminnan kannalta potentiaalisesti merkittävin sääntelyn muutos on 1.1.2017 voimaan astunut vakavaraisuusuudistus, jota on sivuttu jo edellä luvussa 2.2.2. Sosiaali- ja terveysministeriön ja TELA:n mukaan uudistus ei vaikuta laitosten riskinkantokykyyn, sillä vakavaraisuusraja lasketaan pääperiaatteiltaan nykyistä vastaavasti. Sijoitustoiminnan riskit huomioidaan entistä kattavammin ja laskentaparametreissa huomioidaan finanssikriisistä oppien myötä sijoituskohteiden arvojen vaihtelu aiempaa laajemmin. STM:n ja TELA:n arvion mukaan muutos ei vaikuta esimerkiksi kotimaahan sijoittamiseen eikä sillä ole käytännössä keskimäärin suuria vaikutuksia sijoitustoimintaan järjestelmätasolla, vaikka yksittäisissä laitoksissa allokatioita voidaan joutua muuttamaan merkittävästikin. Koska vakavaraisuustilanne järjestelmässä on keskimäärin hyvä, laitosten oma riskienhallinta määrittää niiden sijoitustoimintaa nykytilanteessa vakavaraisuusvaatimuksia enemmän. Muutoksella on todennäköisesti suurimmat vaikutukset niiden laitosten sijoitustoimintaan, joiden vakavaraisuus on suhteellisen heikko. STM ja TELA perustavat arvionsa vaikuttavuusharjoituksiin, jotka laitokset tekivät itse uudistusta

kehitetessä. (Sosiaali- ja terveysministeriö, Työeläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistaminen; TELA, Vakavaraisuusuudistus) Osana vakavaraisuusuudistusta OLV:n osuutta nostetaan nykyisestä 10 %:sta 20 %:iin vastuuvastasta (Sosiaali- ja terveysministeriö, 2015). Muutos mahdollistaa yksityisalojen laitoksille vakavaraisuusjärjestelmän rajoissa suuremman osakepäänon ja sitä kautta suuremman riskinoton ja tuoton tavoittelun.

Toinen merkittävä yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaa koskeva uudistus on 1.1.2017 uudistuneeseen lakiin työeläkevakuutusyhtiöistä sisällytettävä ja myös säätiöihin ja kassoihin sovellettava vaatimus riski- ja vakavaraisuusarviosta. Laitosten on jatkossa laadittava oma riski- ja vakavaraisuusarvio (käytetään myös nimitystä ORSA, Own Risk And Solvency Assessment) säännöllisesti ja pidettävä se ajan tasalla. Johtopäätökset ja tiivistelmä arviosta tulee toimittaa Finanssivalvonnalle. (Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta sekä eräiksi muiksi laeiksi, HE 31/2016) Sosiaali- ja terveysministeriön mukaan ”[r]iski- ja vakavaraisuusarvion tarkoituksena olisi kehittää eläkelaitosten riskienhallintaa ja palvella eläkelaitoksen hallitusta ja toimivaa johtoa eläkelaitoksen johtamisessa. Arvio täydentäisi ja osin myös korvaisi riskejä koskevaa nyky sääntelyä sekä kokoaisi yhteen eläkelaitoksen riskianalyysit. -- Kaikki olennaiset riskit olisi otettava huomioon, eli myös vakavaraisuusrajan laskennan ulkopuolelle jäävät riskit.” (Sosiaali- ja terveysministeriö, Työeläkevakuutusyhtiöiden laadittava riski- ja vakavaraisuusarvio)

Vuonna 2013 sosiaali- ja terveysministeriö asetti työryhmän lakien uudistamiseksi ja yhdistämiseksi tarkoituksenaan tukea järjestelmän hajautettua toimeenpanoa ja varmistaa, että työnantajat voivat järjestää eläketurvaa jatkossakin säätiöiden ja kassojen kautta. Vuonna 2016 työryhmä on antanut loppuraportin sekä ehdotuksen uudeksi eläkesäätiö- ja vakuutuskassalaiksi, jonka mukaisesti lait yhdistyvät ja selkeytyvät muodoltaan lakisääteisten eläkevarojen sijoitustoimintaa koskevan asiasisällön olennaisesti muuttumatta. Uudistuksen käytännön vaikutukset säätiöiden ja kassojen lakisääteisten eläkevarojen sijoitustoimintaan jäänevätkin pieniksi. (Sosiaali- ja terveysministeriö, Työryhmältä ehdotus uudeksi eläkesäätiö- ja vakuutuskassalaiksi; TELA, Eläkesäätiö- ja kassalain uudistus)

Julkisten alojen eläkelait yhdistettiin osana eläkeuudistusta 1.1.2017 alkaen. Uudistus vaikuttaa vasta eläketapahtumiin jotka tapahtuvat 1.1.2017 jälkeen, ja lain voimaantullessa jatkuneisiin palvelussuhteisiin sovelletaan ennen lain voimaantuloa olevalta osalta asianmukaista aiempaa

lakia. Lisäksi Kevan toiminnasta säädetään jatkossa erillisessä Keva-laissa. (Keva, Julkisten alojen eläkelaki ja Keva-laki vahvistettu) Sijoitustoiminnan osalta julkisalojen eläkelaitoksia koskevan lainsäädännön uudistukset eivät sisällä merkittäviä asiasisällön muutoksia, vaan tämänkin uudistuksen tavoite on yksinkertaistaa ja yhdenmukaistaa sääntelyä.

Eläkejärjestelmän kokonaisvaltainen uudistus, eläkeuudistus, tuli voimaan 1.1.2017. Uudistuksella on kolme keskeistä vaikutusta; vanhuuseläkkeen alaikäraja nostetaan, eläkkeen karttumatapaa yksinkertaistetaan ja järjestelmään tuodaan kaksi uutta eläkemuotoa, osittainen vanhuuseläke ja työuraeläke. Eläkeuudistus koskee vain 1.1.2017 jälkeen karttuvia eläkkeitä, eli jo maksussa olevat ja ansaitut eläkkeet jäävät sen ulkopuolelle. (ETK, Eläkeuudistuksen sisältö) Asteittaisena parametrimuutoksena (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 67) eläkeuudistus ei suoraan vaikuta laitosten sijoitustoimintaan, joskin järjestelmän kestävyysparantamiseksi tehtävä muutos (ETK, Miksi eläkeuudistusta tarvitaan) voi teoriassa helpottaa sijoitustuotoille asetettavien vaatimusten täyttämistä.

3.3.2 Demografisten tekijöiden muutosten vaikutukset

Eläkejärjestelmät kohtaavat maailmanlaajuisesti suuria haasteita demografisten tekijöiden muutosten myötä. Tämä kehitys on nimetty myös eläkekriisiksi. Työikäisten eliniänodote, eläkkeelle selviävien työssäkäyvien määrä ja eläköityvien eläkkeellä viettämän ajan määrä ovat kaikki tasaisesti kasvaneet. Eliniän odotteen kasvu, alhainen ja vakaa syntyvyys ja kuolevuuden väheneminen ovat maailmanlaajuisia trendejä historiasta nykypäivään, ja niiden odotetaan jatkuvan tulevaisuudessakin. (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013) Vaikka väestönkasvu on ollut maailmanlaajuinen trendi viimeiset 50 vuotta, joiden aikana maailman väkiluku on lähes kolminkertaistunut, se on jatkuvasti hidastunut. Väestön ikääntyminen vaikuttaa koko maailman tasolla seuraavina vuosikymmeninä siten, että yli 65-vuotiaiden osuus kasvaa nykyisestä 7,5 %:sta 15 %:iin vuoteen 2050 mennessä ja 20 %:iin vuoteen 2100 mennessä. (Tenhunen & Vaittinen, 2013, 21 - 24)

Demografisten muutosten seurauksena huoltosuhde heikkenee ja eläkemeno kasvaa (Barr & Diamond, 2010; Tenhunen & Vaittinen, 2013). Kehitys jatkuu, jos eläkejärjestelmät ja niiden

rahoitustavat pysyvät entisellään. Järjestelmien sopeuttamiseksi uuteen ympäristöön joissakin järjestelmissä on kasvatettu eläketuloa, joissakin on vähennetty eläkemenoa ja joissakin on muutettu rahoitustapaa siirtymällä etuusperusteisesta maksuperusteiseen tai rahastoivaan maksuperusteiseen järjestelmään, tai muuttamalla indeksointia vähemmän avokätiseksi Suomen tapaan. Eläkejärjestelmien rahoitustavasta on käyty kiihtyvää keskustelua ja esimerkiksi Maailmanpankki on suositellut vahvasti rahastoivampaan suuntaan siirtymistä niille maille, joissa on käytössä vielä jakojärjestelmä. (Barr & Diamond, 2010)

Eläkejärjestelmän laskennallisen kestävyys lisäksi etuuksien on myös riitettävä eläkkeen aikaiseen kulutukseen. Hintatason nousun lisäksi odotettua pienemmät sijoitustuotot voivat vaikuttaa siihen, että tuleva etuuksilla katettava kulutus on oletettua vähäisempää. Demografisia ongelmia ei voida ratkaista itseisarvoisesti siirtymällä rahastoivampaan suuntaan, vaan kasvattamalla tuotannon ja sitä kautta maksujen tasoa (Barr & Diamond, 2010); sijoitustuotoillakin on kuitenkin roolinsa. Vaikka Suomessa on etuusperusteinen eläkejärjestelmä, maksujen korotuspaineet käytännössä heikentävät etuuksia eläkeuudistusten myötä. Onnistuneella sijoitustoiminnalla voidaan pitää eläkelupauksista kiinni ja taata etuusperusteisen järjestelmän toimivuus niin, ettei maksuja tarvitse korottaa. (Lassila & Valkonen, 2011, 55 – 56)

3.3.3 Pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden kehityksen vaikutukset

Vuonna 2007 alkanut finanssikriisi on maailmanlaajuisesti suurin pääomamarkkinoihin ja reaalityouteen vaikuttanut muutos 1930-luvun laman jälkeen. Kriisin seuraukset ovat olleet voimakkaat koko finanssitoimialalla ketjuuntuneiden finanssimarkkinoiden vuoksi. Eläkevakuutustoiminnan vastuiden pitkä taloudellinen aikaperspektiivi asettaa sen erityisasemaan talouskriisien suhteen. Vakuutuslaitokset eivät itse juurikaan luo talouskriisiin liittyvää systeemiriskiä, mutta ovat haavoittuvaisia muilla finanssitoimialoilla alkunsa saaville kriiseille, mikä on huomattava varauduttaessa uusiin kriiseihin esimerkiksi sääntelyn ja valvonnan kehittämisen keinoin. (Braumüller & Warzilek, 2011, 64 - 66.) Finanssikriisi on pakottanut vakuutuslaitokset ympäri maailman tarkkailemaan talouttaan entistä tarkemmin ja kannattavuuspaineet ovat kasvaneet, minkä lisäksi erityisesti eurooppalaisten laitosten toimintaa on hankaloittanut vuodesta 2009 alkaen Euroopan velkakriisi (Cusack, 2012).

Finanssikriisi muutti sekä pääomamarkkinat että reaalityalouden kasvuennusteet maailmanlaajuisesti, ja vaikutukset ovat konkreettisia edelleen. Eläkevarojen sijoitustoiminnan kannalta finanssikriisi korosti varovaisuuden periaatteiden sekä sijoitustoiminnan valvonnan merkitystä, sillä sijoituskohteiden arvonlaskun myötä useat etuusperusteiset järjestelmät olivat välittömästi laskennallisesti alirahoitettuja ja maksuperusteisissa järjestelmissä etuudet laskivat lyhyellä aikavälillä. Vaikka finanssikriisi vaikutti kaikkiin eläkejärjestelmiin, se osoitti erityisesti rahastoivien eläkejärjestelmien taloudellisen kestättömyyden tilanteissa, joissa tuotto jää odotettua alhaisemmaksi. Tämän seurauksena järjestelmien rahoitusta on uudistettu laajalti. (Ebbinghaus, 2011, 18 - 19) Finanssikriisin jälkeen sijoitustoiminnan riskienhallintaan on alettu kiinnittää entistä enemmän huomiota sääntelyn ja valvonnan osalta Suomessakin, kun markkinoiden aiempaa suurempi epävarmuus ja vaikeampi ennustettavuus on tiedostettu sääntelijöiden taholta (katso luku 3.3.1).

Voidaan kuitenkin katsoa, että sijoitustoiminnan peruseriaatteet eivät ole täysin muuttuneet markkinoiden epäsuotuisasta kehityksestä huolimatta. Degiannakisin, Florosin ja Livadan (2012) mukaan esitetty näkemys siitä, että perinteisten kvantitatiivisten riskienhallintamenetelmien, kuten VaR:n käyttö finanssilaitosten sijoitustoiminnan riskienhallinnassa oli syy finanssikriisiin, on väärä. Sijoitustoiminta edellyttää jatkossa pääomamarkkinoiden vaikeammasta ennustettavuudesta johtuen entistä parempaa ja tarkempaa kvantitatiivista riskienhallintaa ja sen osaamista. Tästä huolimatta esimerkiksi VaR ja muut perinteiset sijoitustoiminnan riskienhallinnan menetelmät ovat yhä toimivia työkaluja oikein käytettyinä. (Degiannakis, Floros & Livada, 2012)

Suomen työeläkelaitokset ovat vuonna 2016 kohdanneet entistä suurempaa epävarmuutta markkinoilla erilaisista tekijöistä johtuen. Näistä laajimpia ja kauaskantoisimpia on viime vuosina ollut keskuspankkien kevyen rahapolitiikan aiheuttama korkotason lasku lähelle nollaa, joka vaikuttaa myös työeläkelaitosten korkosijoitusten tuottoon nostamalla niiden hintaa. TELA arvioi, että tulevaisuuden matalat tuottoennusteet perinteisesti turvaavien korkosijoitusten, kuten hyvän luottoluokituksen valtionlainojen osalta, aiheuttavat haasteita erityisesti pitkäaikaisille sijoittajille kuten työeläkevakuuttajille. Osakemarkkinat ovat viime vuosina heilahdelleet rajusti ja vuonna 2016 niiden tuottopotentiaalia ovat heikentäneet esimerkiksi Kiinan talouskasvun hidastuminen ja Ison-Britannian päätös erota Euroopan unionista (brexit). Myös huolet globaalista deflaatiosta ovat

lisänneet epävarmuutta markkinoilla. Erityisesti brexit on TELA:n arvion mukaan tekijä, joka aiheuttaa laitosten sijoitustoiminnalle lisähaasteita tulevaisuudessa. (TELA, Sijoitusanalyysi) Viimeaikaisten tapahtumien pitkäkestoisia vaikutuksia on vielä vaikea arvioida; esimerkiksi korkotason lasku vaikuttaa sijoitustuottojen lisäksi myös palkkasumman pienenemiseen ja sitä kautta maksu- ja tuottopaineisiin (Barr & Diamond, 2010). Varmaa on vain se, että markkinoiden ja talouden kehityksellä on merkittäviä vaikutuksia laitosten sijoitustoimintaan.

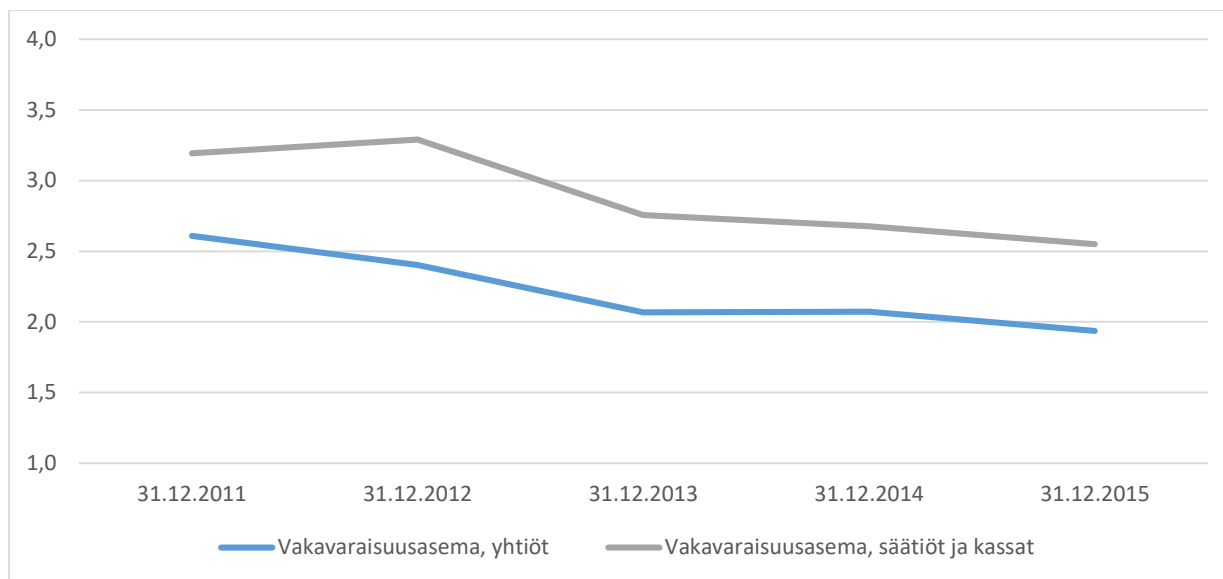
4 TYÖELÄKEVAKUUTTAJIEN SJOITUSTOIMINTAA KUVAAVAA KVANTITATIIVISTA TARKASTELUA

4.1 Aineiston kuvaus

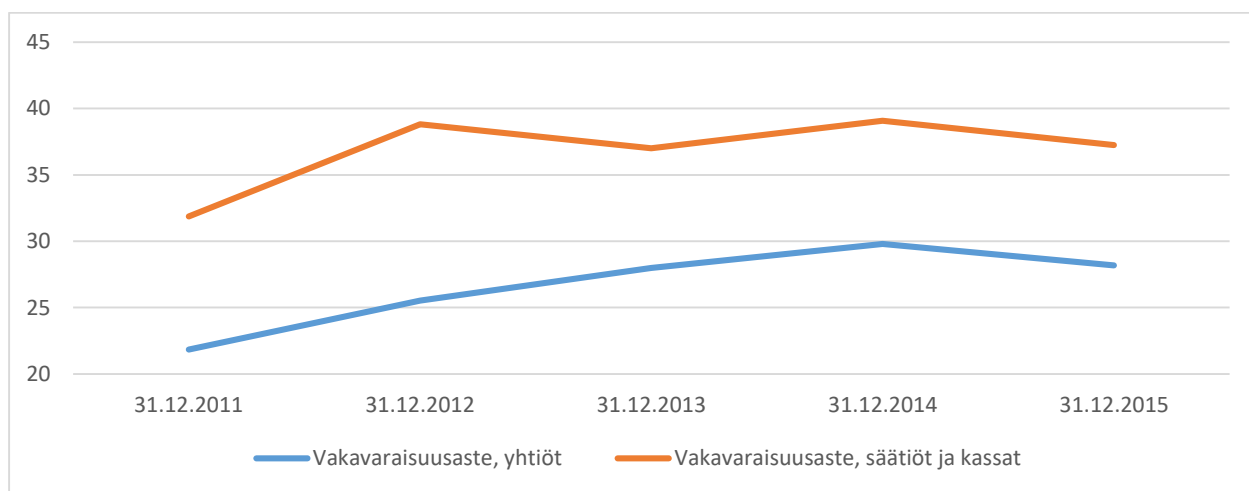
Tässä luvussa on esitetty työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan eri aspekteja kuvaavaa numeerista aineistoa. Aineisto on kaikkien tuottolukujen ja julkisalojen työeläkelaitosten sijoitussalkkujen allokaatietietojen osalta haettu Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivuilta ja yksityisalojen vakavaraisuustietojen ja sijoitussalkkujen allokaatietietojen osalta Finanssivalvonnan Internet-sivuilta. Luvut on haettu näistä riippumattomista tietoa kokoavista lähteistä, jotta niiden vertailukelpoisuus olisi mahdollisimman hyvä. Lukujen tulkintaa on kuitenkin tehtävä sillä varauksella, että ne on raportoitu kahden eri instituution toimesta. Allokaatietietojen osalta tämä on erityisesti huomattava, josta lisää luvussa 4.3. Lukuja onkin tulkittava suuntaa-antavasti.

4.2 Yksityisalojen työeläkelaitosten vakavaraisuus vuosina 2011 - 2015

Yksityisalojen työeläkevakuuttajien vakavaraisuusaseman ja vakavaraisuusasteen kehitystä vuosina 2011 – 2015 on kuvattu Kuvioissa 2 ja 3.



Kuvio 2 Työeläkeyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen keskimääräinen riskiperusteinen vakavaraisuusasema vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)



Kuvio 3 Työeläkeyhtiöiden sekä eläkesäätiöiden ja -kassojen keskimääräinen vakavaraisuusaste vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)

Kuvioista 2 ja 3 havaitaan, että kaikkien yksityisalojen laitosten vakavaraisuusasema eli vakavaraisuuspääoman suhde vakavaraisuusrajaan on tarkasteluajanjaksolla heikentynyt, työeläkeyhtiöillä voimakkaammin kuin eläkesäätiöillä ja -kassoilla. Vakavaraisuusaste, joka kuvaa vakavaraisuuspääoman suhdetta vakavaraisuuslaskennassa käytettävään vastuovelkaan, on puolestaan molemmilla laitostyypeillä noussut, eläkesäätiöillä ja -kassoilla voimakkaammin kuin työeläkeyhtiöillä. Molemmilla mittareilla mitattuna eläkesäätiöt ja kassat ovat olleet selkeästi

työeläkeyhtiöitä vakavaraisempia. Kehityksestä voidaan havaita ensinnäkin se, että koska vakavaraisuusasemat ovat heikentyneet mutta vakavaraisuusasteet ovat nousseet, vakavaraisuusasemien heikentyminen on johtunut laitoksille asetetun vakavaraisuusrajan noususta vakavaraisuuspääomaa nopeammin tarkasteluajanjaksolla. Toinen havainto on se, että koska vakavaraisuusasteet ovat nousseet, vakavaraisuuslaskennassa käytettävä vastuuvélka ei ole kasvanut yhtä nopeasti kuin laitosten vakavaraisuuspääoma.

4.3 Työeläkelaitosten sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 - 2015

Tarkasteltaessa erityyppisten työeläkelaitosten sijoitussalkkujen allokatioiden kehitystä viimeisten viiden vuoden aikana (Taulukot 1 – 3), voidaan havaita eroja laitosten sijoitustoiminnan lähtökohdissa sekä niiden reagoinnissa viimeaikaisiin tapahtumiin. Julkisalojen laitosten lukuja tulkittaessa on huomattava, että tutkija on vertailukelpoisuuden parantamiseksi muuttanut TELA:n käyttämän allokatiojaon Finanssivalvonnan käyttämää allokatiojakoa vastaavaksi yhdistämällä ”Rahamarkkinasijoitukset”, ”Lainat” ja ”Joukkovelkakirjat ja vaihtovelkakirjat” luokaksi ”Korkosijoitukset”; ”Noteeratut osakkeet ml. osakerahastot” ja ”Muut osakesijoitukset” luokaksi ”Osakesijoitukset”; ja nimeämällä ”Kiinteistöt ja kiinteistöosakkeet” luokaksi ”Kiinteistösisijoitukset”; ja ”Hedge-rahastot” luokaksi ”Muut sijoitukset”.

Taulukko 1 Työeläkeyhtiöiden sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)

Päivämäärä	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Korkosijoitukset	47,49%	43,71%	40,29%	38,89%	38,79%
Osakesijoitukset	30,63%	33,49%	37,39%	37,81%	38,65%
Kiinteistösisijoitukset	13,14%	12,97%	12,50%	11,40%	11,25%
Muut sijoitukset	8,75%	9,83%	9,82%	11,90%	11,30%

Taulukosta 1 nähdään, että työeläkeyhtiöt ovat laskeneet korkosijoitusten ja kiinteistösisijoitusten osuutta ja vastaavasti lisänneet osakesijoitusten ja muiden sijoitusten yhteenlaskettua osuutta yli 10 prosenttiyksikköä viimeisten viiden vuoden aikana.

Taulukko 2 Eläkesäätiöiden ja -kassojen sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: Finanssivalvonta)

Päivämäärä	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Korkosijoitukset	49,13%	46,77%	44,92%	43,40%	42,91%
Osakesijoitukset	30,09%	33,63%	35,80%	37,29%	37,08%
Kiinteistösijoitukset	16,67%	15,54%	15,33%	15,16%	15,71%
Muut sijoitukset	4,10%	4,06%	3,95%	4,16%	4,30%

Taulukosta 2 nähdään, että eläkesäätiöt ja -kassat ovat nostaneet osakkeiden osuutta samaan tapaan ja samassa mittakaavassa kuin yhtiöillä, mutta korko- ja kiinteistösijoitusten painot eivät ole laskeneet yhtä merkittävästi. Huomattava ero yhtiöihin havaitaan siinä, että muita sijoituksia on tarkasteluajanjaksolla ollut salkusta vain noin puolet yhtiöiden vastaavasta osuudesta, eikä määrä ole kasvanut vastaavasti. Lisäksi kiinteistöjen osuus salkusta on ollut etenkin viime vuosina selkeästi yhtiöitä suurempi.

Taulukko 3 Julkisalujen työeläkelaitosten sijoitussalkkujen rakenne vuosina 2011 – 2015 (Lähde: TELA)

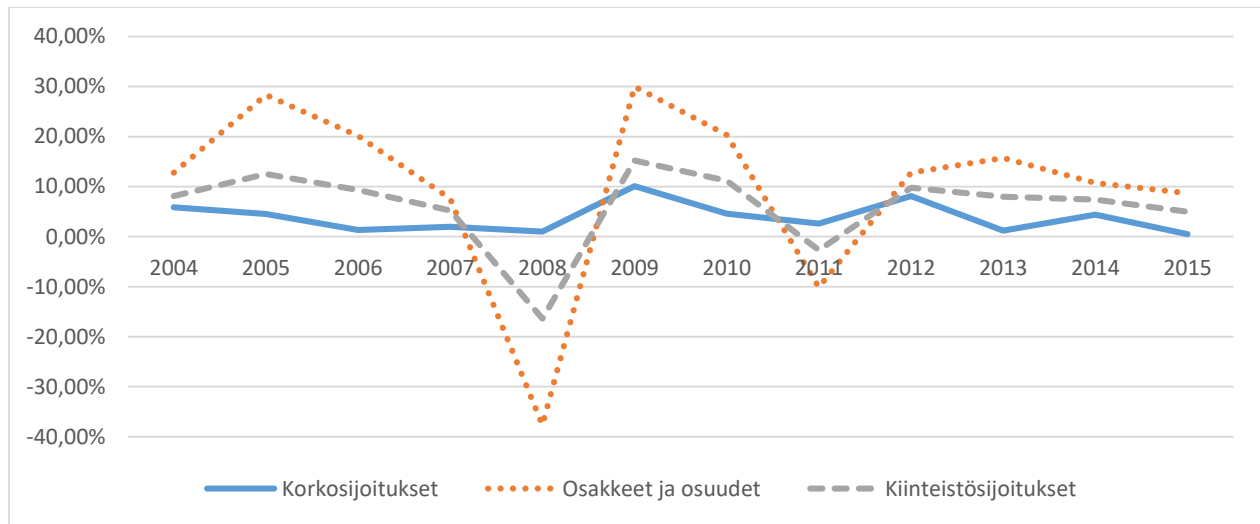
Päivämäärä	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Korkosijoitukset	49,60%	48,30%	46,10%	43,30%	44,80%
Osakesijoitukset	42,00%	43,40%	44,50%	46,50%	44,20%
Kiinteistösijoitukset	6,60%	6,40%	6,10%	5,60%	5,60%
Muut sijoitukset	1,70%	1,90%	3,40%	4,50%	5,30%

Taulukko 3 osoittaa täydellisen vertailukelpoisuuden puuttumisesta huolimatta, että julkisalujen laitoksilla sekä osake- että korkosijoitusten osuus sijoitussalkusta on ollut suurempi kuin yksityisalujen laitoksilla. Merkillepantavaa on, että julkisalujen laitoksilla osakesijoituksia on ollut sijoitussalkusta koko tarkasteluajanjaksolla yli 40 %, eivätkä ne ole kasvattaneet osakesijoitusten osuutta yksityisalujen laitoksia vastaavassa mittakaavassa tarkasteluajanjakson aikana. Kiinteistöjen osuus on ollut vain noin puolet yksityisalujen osuudesta. Merkittävimmät muutokset

ovat tapahtuneet korkosijoitusten osuuden pienenemisessä ja muiden sijoitusten osuuden kasvamisessa.

4.4 Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tuotto vuosina 1998 - 2015

Tarkasteltaessa työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tuottojen kehitystä vuosina 2004 – 2015 sijoituskohdeluokittain ja yksityisen ja julkisen sektorin laitosten kesken (Kuviot 4 ja 5), havaitaan muutamia selkeitä trendejä.



Kuvio 4 Kaikkien työeläkevakuuttajien nimelliset sijoitustuotot sijoituskohdeluokittain

vuosina 2004 – 2015 (Lähde: TELA)

Kuviosta 4 nähdään selkeästi, että koko alan tasolla korkosijoitukset ovat tuottaneet kaikista tasaisimmin ja suojanneet salkkuja vakavissakin laskumarkkinoissa, kuten vuosina 2008 ja 2011. Osakesijoitukset sitä vastoin ovat olleet tarkasteluajanjaksolle volatiilein kuvattu sijoitusluokka, niiden tuottojen vaihdellessa jopa 30 %:n ja lähes -40 %:n välillä. Kiinteistöt vaikuttavat noudattaneen osakesijoitusten trendejä, joskin vaihtelu on ollut heikompaa. Merkillepantavaa on myös se, että viime vuosina kaikkien kolmen luokan tuotot ovat osoittaneet vakiintumisen merkkejä ja niiden väliset erot ovat pienentyneet.



Kuvio 5 Yksityisalojen ja julkisalojen työeläkevakuuttajien nimelliset sijoitustuotot vuosina 2004 - 2015 (Lähde: TELA)

Kuviosta 5 havaitaan, että julkisalojen laitokset ovat tuottaneet nousumarkkinassa enemmän ja laskumarkkinassa vähemmän kuin yksityisalojen laitokset, mutta muutoin tuottojen kehitys on ollut tarkasteluajanjaksolla samansuuntaista. Tarkasteltaessa nimellisiä sijoitustuottoja sijoituskohdeluokittain ja laitostyypeittäin vuosina 1998 – 2015 ja 2011 – 2015 (Taulukot 4 ja 5) voidaan tehdä samansuuntaisia havaintoja.

Taulukko 4 Nimelliset sijoitustuotot sijoituskohdeluokittain vuosina 1998 – 2015 ja 2011 – 2015 (Lähde: TELA)

Ajanjakso	Korkosijoitukset	Osakkeet ja osuudet	Kiinteistösijoitukset
1998-2015	4,30%	7,30%	5,80%
2011-2015	3,30%	7,80%	5,80%

Taulukosta 4 havaitaan, että tarkasteluajanjakson pituus ei vaikuta kiinteistösijoitusten tuottoon, joka on ollut tasaista. Korkosijoitusten tuottojen heikkeneminen korkotason laskun myötä sekä osakkeiden tuottojen maltillinen toipuminen ja arvonnousu pitkän aikavälin tuottoja heikentäneen finanssikriisin jälkeen näkyy jo vaihdettaessa tarkasteluajanjakson pituutta 18:sta viiteen vuoteen.

Taulukko 5 Nimelliset sijoitustuotot laitostyypeittäin vuosina 1998 – 2015 ja 2011 – 2015 (Lähde: TELA)

Ajanjakso	Työeläkeyhtiöt	Eläkesäätiöt ja -kassat	Julkisalojen laitokset
1998-2015	5,40%	6,10%	5,80%
2011-2015	5,10%	5,30%	6,30%

Taulukosta 5 havaitaan, että sekä lyhyellä että pidemmällä aikavälillä sekä julkisalojen laitokset että säätiöt ja kassat ovat tuottaneet yhtiöitä enemmän. Pidemmällä aikavälillä säätiöt ja kassat ovat tuottaneet vielä julkisalojen laitoksiakin enemmän. Lisäksi tuottoero yhtiöihin nähden säätiöiden ja kassojen eduksi kasvaa mutta julkisalojen laitosten eduksi vähenee, kun tarkasteluajanjakson pituutta lisätään.

5 TUTKIMUSHAASTATTELUIJEN TULOKSET

5.1 Aineiston kuvaus, keruu ja analyysi

Tutkimuksen aineiston olennaisin osa koostuu kahdeksasta teemahaastattelusta. Haastatteluaineiston keruu alkoi haastateltavien laitosten valinnalla, jonka jälkeen laitoksista etsittiin henkilöt, joilla oli mahdollisimman hyvä asiantuntemus ja kokemus tutkimusilmiöistä ja joille tutkimukseen osallistuminen oli mahdollista. Ensisijainen kriteeri haastateltavien valinnassa oli laaja-alainen ymmärrys työeläkelaitosten sijoitustoiminnasta. Haastatellut laitosten edustajat olivat työskennelleet alalla vuosia useissa tehtävissä, osa eri laitosten palveluksessa, ja heidän haastattelujen aikaiset työnkuvansa liittyivät kyseisten laitosten sijoitustoimintaan niin laajasti, että heillä oli laajaa näkemystä erityyppisten laitosten sijoitustoiminnasta ja Suomen työeläkejärjestelmän sille asettamista puitteista. Haastateltu sosiaali- ja terveysministeriön edustaja oli ollut mukana valmistelemassa työeläkejärjestelmään liittyviä sääntelyuudistuksia ja tunti sääntelyn historiaa ja taustaa laajalti. Haastateltavat henkilöt valittiin ja haastattelut sovittiin helmi- ja huhtikuun 2016 aikana. Tutkimuksen tavoitteet ja teoreettinen viitekehys valmisteltiin mahdollisimman pitkälle ennen haastatteluja, jotta haastattelukysymysten laadinnassa voitiin ottaa

kaikki olennainen huomioon ja haastattelutilanteissa voitiin edetä tutkimuksen tavoitteiden kannalta järkevällä tavalla.

Haastattelut tehtiin huhtikuun alun ja kesäkuun alun välillä vuonna 2016. Tarkoituksena oli tehdä haastattelut mahdollisimman lyhyen ajan sisällä, jotta haastateltavat kertoisivat näkemyksiään mahdollisimman samanlaisista lähtökohdista esimerkiksi sääntelyn ja maailmantalouden kannalta. Haastattelut oli helpompi tehdä yhdenmukaisesti ja kehittää niitä tarpeen mukaan, kun haastattelut tehtiin suhteellisen lyhyen ajan sisällä. Haastattelujen ajankohtien hajauduttua noin kahden kalenterikuukauden ajalle voidaan katsoa, että tavoitteessa onnistuttiin hyvin huomioiden haastateltujen tekemän työn asettamat aikataululliset rajoitteet.

Ennen haastatteluja haastateltaville lähetettiin neljä haastatteluteemaa etukäteen tutustuttaviksi. Haastatteluteemat vastaavat tutkimuskysymyksiä siten, että laitoksissa toteutetuissa haastatteluissa ensimmäinen teema käsitteli kyseisen laitoksen yleistä lähestymistapaa sijoitustoimintaan, toinen teema haastateltavan näkemyksiä Suomen työeläkejärjestelmän piirteiden, sääntelyn ja valvonnan vaikutuksista kyseisen laitoksen sijoitustoimintaan, kolmas teema haastateltavan näkemyksiä erilaisten työeläkevakuuttajien erityispiirteistä sekä niiden syistä ja neljäs teema työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuutta (Liite 1).

Sosiaali- ja terveysministeriössä toteutetun haastattelun teemat olivat erilaiset johtuen haastattelun erilaisista tavoitteista. Ensimmäinen teema käsitteli työeläkejärjestelmää koskevan sääntelyn kehittämisen lähtökohtia, toinen teema erilaisten työeläkevakuuttajien eroja ja erityispiirteitä sekä niiden syitä, kolmas teema laitosten sijoitustoiminnan tulevaisuutta ja neljäs teema järjestelmän sääntelyn tulevaisuutta sosiaali- ja terveysministeriön näkökulmasta (Liite 2). Ensimmäisen teeman avulla on tarkoitus taustoittaa tutkimusta ja osaltaan vastata kaikkiin tutkimuskysymyksiin. Toisen teeman avulla on tarkoitus osaltaan vastata toiseen ja kolmannen ja neljännen teeman avulla kolmanteen tutkimuskysymykseen.

Haastateltavat olivat valmistautuneet haastatteluihin etukäteen ja esittivät usein vastausten ohella havainnoillistavaa lisämateriaalia. Haastattelut etenivät teemojen pohjalta vapaasti keskustellen ja tarkentavia jatkokysymyksiä esittäen. Tarkentavia kysymyksiä ei annettu haastateltaville tiedoksi eikä varsinaisesti suunniteltu etukäteen. Kuhunkin teemaan liittyen esitettiin jatkokysymyksiä haastateltavan vastauksien pohjalta sekä sen mukaan, millaisia teemoja ja hypoteeseja oli noussut esille teoriapohjasta ja aiemmista haastatteluista. Haastattelut tehtiin haastateltaville sopivissa

paikoissa ja ajankohtina ja äänitettiin, jolloin haastattelija voi keskittyä puolistrukturoidussa haastattelussa erityisen tärkeään haastattelun ohjaamiseen. Haastateltavan päätehtävänä olikin ohjailla keskustelua sellaiseen suuntaan, että kaikkiin olennaisiin asioihin saatiin jokaiselta haastateltavalta perusteltu näkemys. Koska tutkimuksen tavoitteena oli muodostaa käsitys Suomen työeläkelaitosten sijoitustoiminnan nykytilasta, oli tarkoituksenmukaista valita haastattelutapa, jossa tutkimusilmiöiden asiantuntijat voivat vapaasti nostaa esille itse tärkeiksi kokemiaan asioita, mutta jossa kaikkiin olennaisimpiin asioihin pyydettiin kaikilta haastateltavilta mielipide.

Haastatteluäänitteet litteroitiin tutkimuskysymysten kannalta olennaisin osin (Hirsjärvi & Hurme, 2011, 139) tekstiksi. Litteroitu, tekstimuotoinen haastatteluaineisto teemoiteltiin kunkin neljän teeman sisällä vielä pienemmiksi kokonaisuuksiksi sen mukaan, millaisia seikkoja teoriapohjan perusteella voidaan pitää tutkittavien ilmiöiden kannalta olennaisina, ja sen mukaan, mitä seikkoja haastateltavat itse nostivat esille. Yleisten teemojen sisältä etsittiin yhteneviä ja eriäviä näkemyksiä samoista asioista, jotka koottiin pienemmiksi teemoiksi; Tuomi & Sarajärvi (2009, 93) käyttävät termiä ”tyyppiesimerkki” kuvaamaan samaa alateemaa edustavia yksittäisiä havaintoja. Kustakin haastattelusta kaikki samaa teemaa sivuavat asiat kerättiin yhdeksi kappaleeksi, josta täsmennettiin erityisen merkitykselliset kohdat. Tätä aineistoa on avattu teema kerrallaan seuraavissa luvuissa 4.2 - 4.5, jotka on jaettu laitoksissa tehtyjen haastatteluteemojen mukaan. Kussakin luvussa haastatteluteeman alle jaetut pienemmät teemat esitetään tutkijan harkinnan mukaan loogisessa järjestyksessä siten, että samoihin suurempiin kokonaisuuksiin liittyvät teemat ja vastinpareja muodostavat yhtenevät ja eriävät mielipiteet ovat peräkkäin.

5.2 Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan lähtökohdat

5.2.1 Yksityisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa määrittäviä erityispiirteitä

Vakavaraisuusjärjestelmä nousi esille merkittävänä yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaa ohjaavana tekijänä sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä ja sitä kuvattiin muun muassa ”struktuurallisena rajoitteena”. Tärkeänä lähtökohtana pidettiin oman laitoksen vakavaraisuutta ja sen säilyttämistä mahdollisimman hyvänä, jota eräs haastateltava kuvasi koko toiminnan ”kaikkein

tärkeimpänä tavoitteena” ja toisaalta haastavana, koska ”kaikki tekevät tätä tosissaan”. Haastateltava kuvasi sijoitustoiminnan lähtökohtien muodostuvan siten, että kilpailijoiden toimintaa ennakoidaan ja sen pohjalta laaditaan useita vaihtoehtoisia strategisia allokaatioita, joilla pystytään mahdollisimman hyvällä todennäköisyydellä säilyttämään hyvä suhteellinen vakavaraisuus. Riskinottokyvyn säilyttäminen ja analysointi korostuvat keskimääräistä heikommassa vakavaraisuustilanteessa olevissa laitoksissa; eräs haastateltava kuvasi edustamansa laitoksen sijoitustoiminnan ensisijaiseksi tavoitteeksi pääomien turvaamisen niiden kasvattamisen sijaan, jonka hän koki olevan järjestelmätasolla tärkein tavoite.

Vakavaraisuusjärjestelmä nähdään myös erilaisten vaihtoehtojen mahdollistajana. Sijoitustoiminnan yhtenä tavoitteena koettiin tuoton säilyttäminen hyvällä tasolla, jotta vakavaraisuusjärjestelmän mahdollistamia vaihtoehtoja voitaisiin toteuttaa. Myös riskinottokyky liittyy tähän näkökulmaan vahvasti, koska parempi vakavaraisuus mahdollistaa suuremman riskinoton kautta suuremman tuottopotentialin. Haastateltavat kuvasivat vakavaraisuuskehikon mahdollisuuksien hyödyntämisen tärkeyttä muun muassa seuraavilla tavoilla: ”Jos vakavaraisuus on kunnossa, niin meillä säilyy riskinottokyky, ja -- säilytetään mahdollisimman paljon vaihtoehtoja”; ”Pyritään käyttämään mahdollisimman tuottavasti ja tehokkaasti ne keinot, joilla pystytään tekemään riskisempiä ja parempituottoisia sijoituksia”; ja ”Minun vastuuni ja niiden tiimien vastuu, missä olen, on se, että olemme peranneet kaikki kansainväliset mahdollisuudet mitä on, ja mitään ei ole jätetty käyttämättä”.

Vakavaraisuusjärjestelmä johtaa haastattelujen mukaan siihen, että muiden työeläkelaitosten keskimääräinen sijoitussalkun rakenne ja tuotto määrittävät vahvasti kunkin laitoksen omaa sijoitustoimintaa, halusivat ne sitä tai eivät. Eräs haastateltava kuvasi, että erityisesti pidemmän aikavälin tarkastelussa on tärkeää saavuttaa kilpailijoita suurempia tuottoja, jotta edellä mainitut riskinottokyky ja tuottopotentiali saadaan säilytettyä. Toisen haastateltavan mukaan muiden laitosten keskimääräisen sijoitussalkun rakenne pyritään selvittämään mahdollisimman tarkkaan, jotta tietoa siitä voidaan käyttää oman salkun rakentamisen perustana. Haastateltava arvioi, että tieto järjestelmän keskimääräisen salkun rakenteesta on jopa yksittäisten omaisuusluokkien tuotto-odotuksia tärkeämpi sijoitustoiminnan kokonaiskuvan kannalta. Haastateltava korosti myös, että tämän tiedon hankkimiseen käytettävien resurssien määrä tulee optimoida, sillä järjestelmän

keskimääräinen salkku on melko läpinäkyvästi selvitettävissä tiettyyn pisteeseen asti, jota tarkemman tiedon saaminen on epätodennäköistä ja kustannustehotonta.

Käytännön sijoitustoimintaa määräävänä tekijänä nousi esille myös eläkevastuiden kattaminen, jonka eräs haastateltava kuvasi olevan ”tämän koko systeemin tarkoitus”. Toinen haastateltava kuvasi kaikkien vakuutuslaitosten sijoitustoimintaa ”kilpajuoksuksi vastuovelkaa vastaan”, joka saa eläkelaitoksissa erityisiä piirteitä, koska vastuuelka riippuu alan keskimääräisestä tuotosta. Vastuiden kattaminen nähtiin paitsi käytännöllisenä ja kvantitatiivisena tavoitteena, myös yhteiskunnallisesti merkittävänä ja vastuullisena tehtävänä, joka erään haastateltavan mukaan ”antaa myös meidän työllemme ihan omanlaisensa merkityksellisyyden”. Haastateltava kuvasi, että eläkevastuu muodostaa toiminnan arvopohjan, joka heijastuu päivittäiseen sijoitustoimintaan.

Yksityisalojen työeläkejärjestelmän yksi keskeinen piirre on yhteisvastuullisuusperiaate, jota haastateltavat pitivät sijoitustoiminnan kannalta hyvänä ominaisuutena. Yhteisvastuullisuuden ansiosta järjestelmässä voidaan lähtökohtaisesti ottaa suurempaa riskiä hajauttamalla se vakuutusperiaatteen mukaisesti siten, että eläkevastuut pystytään kantamaan silloinkin, kun jokin laitoksista ei kykene suoriutumaan vastuistaan. Yhteisvastuuseen liittyen mainittiin myös, että kukin laitos voi ajatella sen kautta vakuuttavansa kaikkia yksityisalojen työntekijöitä.

5.2.2 Julkisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa määrittäviä erityispiirteitä

Vaikka julkisalojen laitoksilla ei olekaan vakavaraisuusjärjestelmää, myös ne näkivät vastuiden kattamisen sijoitustoiminnan tärkeänä tavoitteena. Kevan haastateltava mainitsi, että vaikka julkisalojen laitosten talous onkin toistaiseksi ollut ylijäämäinen eikä rahastoituja varoja ole tarvinnut vielä käyttää eläkkeiden maksuun, maksuvalmiuden säilyminen kaikissa olosuhteissa on sijoitustoiminnan tärkeä strateginen tavoite.

Kevan haastateltava esitti maksukyvyistä huolehtimisen lisäksi toisena sijoitustoimintaa määrittävänä lähtökohtana itse asetetun strategisen tavoitteen tukea pitkällä aikavälillä mahdollisimman vakaata eläkemaksutasoa kunnissa. Tämä tavoite on haastateltavan mukaan johdettu osaksi Kevan strategiaa kunnallisen eläkelain yleisluontoisesta vaatimuksesta, jonka mukaan Kevan tulee sijoittaa hallinnoimansa eläkevarat tuottavasti ja turvaavasti.

VER:n ominaispiirteitä ovat valtionomisteisuus ja rooli valtion puskurirahastona. Tämä ei haastateltavan mukaan vaikuta päivittäisen sijoitustoiminnan tasolla, vaan VER:ssa koetaan, että he ovat ”sijoittajia niin kuin kuka tahansa”. Koska VER kuitenkin saa maksutulonsa valtion työntekijöiden eläkemaksuista ja kontribuoi valtion eläkemenoon, sen ulkoiset kassavirrat liittyvät valtiontalouteen keskeisesti, mikä heijastuu VER:n tavoitteenasetantaan. VER:n työntekijät ovat valtion virkamiehiä ja heitä koskee valtion virkamieslainsäädäntö; VER:a toimijana koskee julkinen hankintalainsäädäntö. Haastateltava totesi, että roolistaan johtuen VER on ”tavallaan valtiovarainministeriön alainen”, vaikka toimiikin käytännön sijoitustoiminnassa täysin itsenäisesti.

5.2.3 Sijoitusten hajauttaminen

Haastatteluissa ilmeni, että vakavaraisuusjärjestelmä ja muu sääntely ohjaa yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaa käytännön tasolla hajauttamaan mahdollisimman laajasti. Eräs haastateltava piti lain ilmaisua ”tuottavasti ja turvaavasti” hieman vanhakantaisena mutta edelleen hyvänä muistutuksena siitä, että tuottohakuisuuden kääntöpuolena on huolehdittava pääomien turvaamisesta. Haastateltavan mukaan laista johtuvana Suomen työeläkejärjestelmän erityispiirteenä on maailmanlaajuisesti vertaillen pieni osakepaino, joka on noin 35 %, siinä missä esimerkiksi anglosaksisissa maissa se voi olla jopa 65 – 70 %. Haastateltava tiivistä osakkeiden merkityksen salkun kokonaistuotolle ja -riskille näin: ”Se [osakepaino] on se yksittäisin riskin mittari, se selkeästi heiluvain osa, mikä voi tuottaa eniten pitkässä juoksussa ja on historiallisesti tuottanutkin. Osakepaino ratkaisee hyvin paljon.”

Sijoitussalkun allokaatiojakauman lisäksi voidaan tarkastella sen omaisuuslajikohtaista riskijakaumaa. Eräs haastateltava arvioi, että vaikka Suomen työeläkeyhtiöiden osakeallokaatiot ovat maltillisia, niiden sijoitussalkun riskeistä keskimäärin jopa 80 % on listatuista osakkeista suoraan tai välillisesti riippuvaisia. Haastateltavan mukaan hänen edustamansa laitoksen riskit jakautuvat tätä tasaisemmin, niistä noin kolmasosan liittyessä osakkeisiin, kolmasosan valuuttoihin ja kolmasosan muihin tekijöihin. Haastateltava korosti sijoitustoiminnan suunnittelun lähtökohtana sijoitussalkun riskijakauman keskimääräistä parempaa hajauttamista, jolla voidaan saavuttaa keskimääräistä parempi tuotto-riski-suhde ja näin parantaa laitoksen vakavaraisuusasemaa. Toisen

haastateltavan mukaan hänen edustamansa laitoksen sijoitukset oli hajautettu ”täysin globaalisti” korostaen sitä, että Suomen paino kussakin sijoituskohdelajissa oli muihin laitoksiin verraten pieni.

Hajauttamiseen liittyen johdannaisten käytön nähtiin lisääntyvän. Eräs haastateltava kertoi, että hänen edustamassaan laitoksessa johdannaiset eivät muodosta suurta osuutta salkusta, mutta niillä voidaan suojatua tehokkaasti valuuttariskeiltä, ja niitä on käytetty tähän tarkoitukseen jo pitkään erillisen johdannaisryhmän toimesta. Toinen haastateltava mainitsi, että johdannaisten käytön yleistyessä kilpailuasetelman edellyttämä kilpailijoiden vertailu ja niiden toiminnan ennakointi muuttuvat haastavammaksi.

5.2.4 Sijoitustoiminnan organisointi

Eräs haastateltava korosti sijoitustoiminnan organisoinnin osalta erityisesti sitä, että tietynlaisten sijoituskohteiden parissa työskentely vaatii omanlaisensa yhdistelmän tietotaitoa, prosessien hallintaa ja jopa persoonallisuuden piirteitä. Hänen edustamassaan laitoksessa organisoituminen tapahtuu näiden ominaisuuksien mukaan siten, että eri omaisuuslajeja on koottu yhteen samanlaista tietotaitoa vaativiksi vastuualueiksi. Erikseen varsinaisista sijoituskohteisiin keskittyvistä osastoista on jaettu sijoitustoiminnan hallinto, back office ja muut tukitoiminnot.

Toinen haastateltava esitti tavan jakaa organisaatio kohteiden riskien ja likviditeetin mukaan kolmeen osaan, jotka ovat mikrotason kohdevalintaa tekevä, epälikvideistä kohteista kuten metsistä ja kiinteistöistä vastaava reaalisijoitusten tiimi, yritysriskeille herkistä kohteista kuten osakkeista vastaava yritysriskisijoitusten tiimi ja lyhyen aikavälin makrotason päätöksistä vastaava allokaatiotiimi.

Kolmantena näkemyksenä organisointiin eräs haastateltava esitti, että siihen voi suhtautua myös resurssien- ja riskienhallinnallisesta näkökulmasta. Haastateltavan mukaan päätöksentekorakenne on itsessään toimintaa rajoittava ja riskejä muodostava tekijä ja organisaation henkilöstö muodostaa tietotaidoillaan ja ajattelutavoillaan sijoitustoiminnan älylliset resurssit. Kyseisen laitoksen on suhteellisen pienten henkilöresurssiensa otettava sijoitustoiminnassa huomioon käytettävissä oleva tietotaito strategiselta tasolta lähtien. Haastateltavan mukaan ”-- päätöksentekologiikoitakin pitää hajauttaa. Ettei tee kaikkia päätöksiä saman logiikan kautta, koska

se saattaa tiltata salkkua johonkin tiettyyn suuntaan”; ja ”-- meillä on makromanagereita, meillä on fundamenttiosakevalitsijoita, meillä on kaikenlaista. -- Mutta jokainen yksilö ja tiimi tekee sitä omalla tavallaan; meidän tehtävämme on ymmärtää ja valita sieltä ne, keiden kapasiteettiin me uskomme”.

Haastateltu eläkekassan edustaja kuvasi, että kyseisen kassan sijoitustoiminnan organisoituminen johtuu suoraan siitä, että kassan omistajilla ja ainoilla asiakkaila, eli työnantajilla, joiden työntekijöiden eläketurvaa kassa hoitaa, on omaa sijoitustoimintaa. Sitä hoidetaan yhteisessä organisaatiossa kassan sijoitustoiminnan kanssa, mikä mahdollistaa haastateltavan arvion mukaan hyvät, kriittisen tarkastelun kestävät resurssit eläkekassan sijoitustoiminnan hoitamiseen.

5.2.5 Sijoitustoiminnan päätöksenteko

Tärkeimpänä sijoitustoiminnan päätöksenteon välineenä nousi esille laitoksen hallituksen hyväksymä strateginen allokaatio. Eräs haastateltava kuvasi sen tärkeää ohjaavaa roolia ja myös muita allokaation tasoja näin: ”Ensimmäinen ja tärkein päätös on portfolion rakennus eli allokaatio. Eikä pelkästään omaisuuslajiallokaatio, vaan ihan siellä omaisuuslajien sisällä se, että miten sitä portfoliota rakennetaan. -- Mutta sijoitussuunnitelmassa on strateginen allokaatio. Se on hallituksen päätös ja se on todella tärkeä.”

Eräässä haastatellussa laitoksessa strategiseen allokaatioon on suhtauduttu muista hyvin poikkeavalla tavalla. Laitoksessa oli aiemmin ohjattu sijoitustoimintaa strategisen allokaation määrittämisen sijaan seuraamalla eri sijoitusten muodostamia VaR-komponentteja eli riskifaktoreita, joille oli määritetty sallitut rajat. Tämä kyseisen laitoksen käyttämä riskifaktoripohjainen sijoitustoiminta oli linjassa tulevan vakavaraisuussäännösten kanssa, sillä, kuten haastateltava kuvasi: ”-- tavallaan tämä uusi kehikkohan on vain sovellus VaR:sta”. Strateginen allokaatio on otettu laitoksessa takaisin käyttöön poikkeamariskin hallitsemiseksi, joskin yleisestä tavasta poiketen kyseinen laitos päivittää sitä yhden sijaan kaksi kertaa vuodessa. Syynä salkun optimointiin kaksi kertaa vuodessa on haastateltavan mukaan se, että vuosi on liian pitkä aikahorisontti strategisen allokaation arviointiin esimerkiksi listattujen osakkeiden kannalta nykyisessä sijoitusympäristössä, jossa vakavaraisuusaseman heikkeneminen voi nopeasti johtaa

riskitason kasvamiseen liian suureksi riskinotto kykyyn nähden. Kyseisessä laitoksessa on myös luovuttu salkun rebalansoinnista strategisen allokaation mukaisiin painoihin ja painojen on annettu elää markkinoiden arvonmuodostuksen mukana. Haastateltavan mukaan yksikään laitos ei käytännössä rebalansoi salkkuaan jatkuvasti. Strateginen allokaatio on kyseiselle laitokselle tiukan kehyksen sijaan ohjeellinen työkalu, jolla on korostettu riskienhallinnan näkökulmaa sijoitustoiminnassa ja onnistuttu turvaamaan vakavaraisuuspääomia aiempaa paremmin.

Riskien tunnistaminen ja budjetointi osana päätöksentekoa ja strategian muodostamista korostui erityisesti kooltaan suhteellisen pienissä laitoksissa. Edellä mainitun riskifaktorien seuraamisen lisäksi eräs toinen haastateltava totesi, että hallituksen päättämä yhteinen riskibudjetti ohjaa toimintaa vahvasti. Haastateltava korosti sitä, että perinteisten sijoitustoiminnan riskien mittarien kuten volatiliteetin lisäksi on huomioitava keskeisenä poikkeamariski ja myös kvalitatiiviset riskitekijät, kuten sijoituskohteiden vastuullisuuteen liittyvät imagoriskit.

Kevassa sijoitusstrategia vahvistetaan nelivuotiskausille ja sitä tarkennetaan kaksi kertaa vuodessa hallituksen vahvistamalla allokaatiolla, joka määrittelee poikkeamavaran strategiasta. Kevan haastateltava kuvasi strategian suunnitteluprosessia siten, että vakavaraisuuskehikon puuttuessa taustalla on oma eläkevastuusiin perustuva mallinnus, jonka pohjalta strateginen allokaatio tehdään. Sijoitustoiminnan suunnittelussa ei oteta huomioon muiden laitosten toimintaa poikkeamariskin puuttuessa, vaikka käytännössä operatiivisella tasolla muiden toimia seurataankin mielenkiinnosta.

Myös VER:ssa sijoitustoiminta perustuu pitkälti vuosittaiseen, hallituksen hyväksymään sijoitussuunnitelmaan ja siinä määritettävään strategiseen allokaatioon. Lyhyen aikavälin suunnittelua VER:ssa ohjaa erillinen limiittejä ja valtuuksia koskeva hallituksen hyväksymä asiakirja, jossa on määritelty rajat strategisesta allokaatiosta poikkeamiselle. Vuonna 2016 VER:ssa laaditaan operationaalisen suunnitelman rinnalle ensi kertaa pidemmän aikavälin strategisen tason suunnitelma. Jatkossa tätä useamman vuoden tavoitteet asettavaa sijoitussuunnitelmaa viedään käytäntöön vuosittaisella operationaalisella suunnitelmalla. Aiemmin pitempiaikainen näkemys vuositason tapahtuvan suunnittelun taustalla on ollut VER:ssa niin sanottua ”hiljaista tietoa”, mutta vuonna 2016 on koettu tarpeelliseksi täsmentää VER:n rooli ja pidemmän aikavälin tavoitteet toiminnan ainutlaatuisuudesta johtuen. Prosessi on haastateltavan mukaan seurausta lähinnä VER:n sisäisestä ajattelutavan muutoksesta eikä toimintaympäristön asettamista muutospaineista, jotka kylläkin vaikuttavat pitkän aikavälin strategian sisältöön.

Prosessi on koettu hyödylliseksi myös substanssitasolla, sillä se on auttanut VER:a selkeyttämään ja käymään konkreettisesti läpi pitkän aikavälin tavoitteita.

5.2.6 Sijoitustoiminnan ulkoistaminen

Haastatteluissa ilmeni, että vaikka sijoitustoiminnan tekeminen itse on ulkoistamista edullisempaa, osa toiminnoista kannattaa tai on pakko ulkoistaa, sillä pienemmän kokoluokan laitoksissa resurssien määrä rajoittaa itse tehtävää sijoitustoimintaa. Eräs haastateltava kuvasi asiaa näin: ”Esimerkiksi hedge fund –tyyppisten resurssien kokoaminen ja sen riskikontrolli olisi melkoinen harjoitus meidän kokoiselle toimijalle, ja se vaatisi aika paljon muitakin resursseja siihen ympärille -- Toinen on pääomasijoitukset, ne ovat hyvin resurssi-intensiiviset, koska sinne tarvitaan niitä, jotka ovat siellä hallituksessa ja niin edelleen. Sekin on käytännössä aika mahdotonta, että lähtisimme tekemään sellaista tiimiä”. Erään haastateltavan mukaan laitoksia ohjaa ulkoistamiseen ulkomaille hajauttaminen, sillä mitä kauemmas kotimaasta sijoitetaan ja mitä vähemmän sitä tunnetaan itse, sen todennäköisemmin kyseinen toiminta halutaan ulkoistaa.

Toisaalta ulkoistamisen suhteen eräässä suuremmassa laitoksessa on kustannussyistä päädytty ratkaisuun, jossa pyritään hyödyntämään oman organisaation kyvykkyyksiä parhaalla mahdollisella tavalla ja ulkoistamaan muita laitoksia vähemmän. Haastateltava arvioi, että kustannustehokas lisäarvon tuottaminen ulkoistamalla olisi haastavaa kyseisessä laitoksessa, sillä lisäarvon tuottaminen olisi mahdollista merkittäväällä tavalla vasta ulkoistettaessa toimintaa maailman parhaille kyvykkyyksille. Tämä olisi kyseiselle laitokselle niin paljon kalliimpaa kuin asioiden tekeminen itse, ettei se kannata. Ulkoistamisen vähäisyys hyödyttää laitosta myös omien resurssien hallinnan ja henkilöstön kouluttamisen kannalta: ”-- saadaan täysi kontrolli ja tunnetaan kokonaisuus ihan eri tavalla. Saadaan kasvatettua kykyä täällä”.

Ulkoistaminen nähtiin myös keinona hajauttaa päätöksentekologiikoita, jonka eräs haastateltava koki riskienhallinnallisesti tärkeänä, vaikka ulkoistamisen haittoihin lukeutuvat suorien kustannusten lisäksi mahdolliset intressiristiriidat. Näiden asioiden tasapainottamiseksi kyseisessä laitoksessa tehdään suurimmat strategisen tason päätökset itse ja ulkoistetaan harkiten sellaiset toiminnot, joita ei voida omin resurssein tehdä riittävän hyvin. Resurssien ja organisaation

rajallisuudesta huolimatta omaisuusluokista esimerkiksi kotimaiset osakkeet ja kiinteistöt hoidetaan laitoksessa omin resurssein, sillä ne koetaan voitavan tehdä parhaiten itse niiden hyvän tuntemuksen vuoksi.

Julkisalojen laitoksissa noudatetaan samanlaista ulkoistamisen logiikkaa kuin pienemmän kokoluokan yksityisalojen laitoksissa. Ulkoistaminen on niissä pääsääntöisesti suuressa roolissa. Kevan haastateltava totesi lähestymistavan olevan käytännönläheinen siten, että itse hoidetaan vain ne omaisuusluokittain tai maantieteellisesti jaetut toiminnot, joissa ”-- aidosti katsomme olevamme kilpailukykyisiä ja tai kustannustehokkaita” ja loput on ulkoistettu niin, että ”[u]lkoistamisessa ollaan varmaan aika pitkällä verrattuna moneen muuhun taloon Suomessa”. Kotimaisten ja lähialueiden kohteiden hyvä tuntemus koetaan vahvuudeksi myös julkisella puolella; VER:n haastateltava kertoi, että pohjoismaiset osakesijoitukset toteutetaan täysin omin resurssein, kun osakesalkku on muuten ulkoistettu.

5.2.7 Erilaiset sijoitusstrategiat

Aktiivinen sijoitustoiminta koetaan haastatelluissa laitoksissa tärkeäksi. Eräässä laitoksessa ei ole lainkaan indeksisijoituksia missään omaisuusluokassa, koska vaikka se voisikin kustannusmielessä olla järkevää, laitos haluaa riskienhallinnan vuoksi säilyttää aktiivisesti toimimalla indeksejä pienemmän downside-riskin. Aktiivisen sijoitustoiminnan ylläpito koetaan laitoksessa kustannukseksi, joka kannattaa maksaa ennemmin kuin ottaa riski siitä, että markkinariskit toteutuisivat passiivisessa salkussa. Aktiivinen sijoitustoiminta nähdään myös kokonaisvaltaisena ja sijoitusfilosofisena valintana. Eräs haastateltava totesi, että heidän laitoksessaan passiivista sijoittamista pidetään lähtökohtaisesti toimimattomana, koska indeksejä seuraamalla ei oteta kantaa allaoleviin sijoituskohteisiin itse, vaan ajatustyö ulkoistetaan. Haastateltava kiteytti edustamansa laitoksen sijoitusfilosofiset uskomukset näin: ”Me uskomme aktiiviseen, omaisuuseriin ja detaljeihin asti menevään sijoittamiseen ja vastuulliseen sijoittamiseen”. Haastatteluissa ilmeni myös, että systemaattinen sijoittaminen yksittäisiin riskipremioihin tai markkina-anomaliaihin on lisääntymässä laitoksissa. Vaikuttaa myös siltä, että salkkujen koostumuksen esittäminen halutulla tavalla on toimintaa ohjaava tekijä, sillä erään haastateltavan havainnon mukaan markkinoilla esiintyy window dressing -ilmiötä kvartaalien lopussa.

Useimmat haastateltavat kuvasivat, että heidän edustamiensa laitosten aktiiviseen sijoitustoimintaan liittyy sekä makro- että mikrotason lisäarvon haentaan keskittyviä toimintoja, joskin mikrotason kohdevalintaan keskitytään ja panostetaan selkeästi enemmän. Haastatteluissa ilmeni yhteisymmärrys siitä, että sijoitustoiminnan periaattellisissa valinnoissa on huomioitava sekä oman sijoitusorganisaation kyvykkyys tehdä halutunlaista toimintaa että transaktiokulut ja kohdevalintaa tehtäessä on arvioitava sekä kohteen omia vahvuuksia omaisuusluokassaan että sen herkkyyksiä makrotalouden ilmiöille; erään haastateltavan edustamassa laitoksessa sekä makro- että mikrotaso ovat jollakin tasolla mukana kaikkien sijoitustoimintaorganisaation työntekijöiden päätöksenteossa. Useampi haastateltava koki lisäarvon luomisen makrotason analyysillä tai markkina-ajoituksella siinä määrin vaikeaksi, että sen tuotto-riski-suhdetta pidettiin heikkona eikä sitä pidetty laadukkaana riskinottona. Syiksi tähän nähtiin, että makrotasolla toimijoita on paljon, lähes kaikki olennainen tieto on kaikkien käytettävissä ja sattumanvaraiset maailmantalouden tapahtumat voivat vaikuttaa markkinoihin merkittävästi vaikeuttaen riskien arviointia ja otetun näkemyksen säilyttämistä. Tietotaitoon perustuvaa kohdevalintaa korostettiin hyvänä tapana ottaa riskiä markkinoilla, jonka lisäksi eräs haastateltava mainitsi sellaisten kohteiden hakemisen esimerkiksi johdannaismarkkinoilta, joihin kilpailijat eivät voi sijoittaa.

Eräs haastateltava esitti kuitenkin syitä, joiden vuoksi työeläkelaitoksen on mainituista seikoista huolimatta otettava kantaa markkinoihin myös makrotasolla. Ensinnäkään työeläkelaitoksilla ei ole suoraan käyttökelpoista vertailuindeksiä, toisin kuin esimerkiksi sijoitusrahastoilla; toisaalta oikein tehdyllä markkina-ajoituksella voidaan hallita downside-riskkejä hyvin, vaikka tuottojen hakeminen sen avulla onkin vaikeaa. Haastateltavan edustamalla laitoksella makrotason sijoitustoimintaan kannustaa myös kilpailijoista poikkeava markkinatietoon liittyvä prosessointikyky, jota laitos pyrkii hyödyntämään kilpailuetuna.

Esimerkkinä mikrotason kohdevalinnasta eräs haastateltava korosti sijoituskohteiden ja niihin vaikuttavien ilmiöiden syvällistä ymmärtämistä tulevaisuuden ennusteiden pohjalta kvantitatiiviseen analyysiin ja historiatietoihin turvautumisen sijaan. Haastateltava tiivistä asian näin: ”Minä uskon enemmän ehkä tällaiseen vanhakantaiseen Warren Buffet -maiseen sijoittamiseen. Meidän pitää ymmärtää mitä maailmassa on tapahtunut, tapahtuu ja tulee tapahtumaan. Meidän pitää ymmärtää arvostuksia, kassavirtoja, ihmisiä, niiden tulevaisuuden päätöksiä, arvoketjuja ja taloutta: sitä reaali maailmaa. -- Vasta kun me tiedämme, miten numerot

muodostuvat nyt, me voimme tietää, mitkä tulevaisuuden numerot ovat”. Haastateltavan edustamassa laitoksessa käytetään kvantitatiivisia metodeja lähinnä strategisen allokaation tasolla kokonaisuuden riskien ymmärtämiseksi.

Sijoitusstrategia voi muotoutua myös vakavaraisuusaseman pohjalta, kuten eräässä laitoksessa, jonka strategian tavoitteina on turvata vakavaraisuuspääoma ja samalla pyrkiä tekemään muita laitoksia parempaa tuottoa vakavaraisuusaseman parantamiseksi. Keskeistä tällaisessa tilanteessa on haastateltavan mukaan optimoida tuotto-riski-suhdetta. Parempi kilpailuasema pyritään saavuttamaan keskimääräistä alhaisemmalla sijoitussalkun kokonaisvolatiliteetilla, joka laskumarkkinassa voisi kaventaa eroja laitosten välillä. Sijoittamalla järjestelmän keskimääräisen salkun tavoin ei haastateltavan mukaan olisi mahdollista pitää yllä tai parantaa vakavaraisuutta, jonka vuoksi laitoksessa onkin tehty valtavirrasta poikkeavia ratkaisuja omaan näkemykseen perustuen. Laitoksessa pyritään tasaamaan tuottokehitystä painottamalla arvonnousun ohella sijoituskohteiden juoksevaa tuottoa, jota tavoitellaan sijoittamalla kilpailijoita enemmän esimerkiksi kiinteistöihin. Osaksi strategiaa on otettu vahva painotus epälikvideihin sijoituskohteisiin, jotka nähdään haastateltavan mukaan mahdollisuutena saavuttaa korkeampia tuottoja kuin vastaavan riskitason likvideistä sijoituskohteista. Epälikvidien kohteiden suosiminen on toisaalta seurausta vastuuvelan tuottovaatimuksesta, joka rajaa haastateltavan mukaan heikon vakavaraisuusaseman laitoksilta suuren osan likvideistä kohteista toiminnan vaihtoehtojen ulkopuolelle niiden tuottojen ollessa riittämättömiä. Myös epälikviditeettipreemion hakemisen myötä laitoksessa on lisätty kiinteistöjä kilpailijoihin nähden ja vähennetty listattuja osakkeita ja hedgerahastoja. Vakavaraisuusaseman myötä laitos on myös panostanut riskienhallintaan suojausstrategialla, jota voidaan haastateltavan mukaan ajatella ”vakuutusmaksuna”. Strategian tavoitteena on minimoida downside -riskit ja turvata vakavaraisuuspääomat suurissakin markkinapudotuksissa ja sitä kautta pitää yllä laitoksen toimintakykyä. Laitos on haastateltavan mukaan välttänyt erityisesti sellaisten hedgerahastojen käyttöä, jotka ”lyövät vetoa” laskumarkkinoita vastaan. Haastateltava arvioi, että laitoksen sijoitussalkku kestää juoksevan tuoton painottamisen ja downside-riskien hallinnan ansiosta huonoja markkinaolosuhteita paremmin kuin järjestelmä keskimäärin.

5.3 Suomen työeläkejärjestelmän piirteiden, sääntelyn ja valvonnan vaikutukset työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan

5.3.1 Järjestelmän käytännön vaikutukset yksityisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan

Vakavaraisuusjärjestelmän nähtiin tekevän yksityisalojen laitosten sijoitustoiminnasta jatkuvaa tuotto-riski-suhteen optimointia järjestelmän asettamissa puitteissa. Eräs haastateltava kuvasi vakavaraisuusjärjestelmän olevan käytännössä lainsäädännön sanojen ”tuottavasti ja turvaavasti” konvertointia käytäntöön niin, että keskenään ristiriitaiset tuoton ja vakavaraisuuden vaatimukset toteutuisivat mahdollisimman hyvin.

Vakavaraisuusasema on otettava yksityisalojen laitoksissa huomioon kaikissa sijoitustoiminnan vaiheissa strategisesta allokaatiosta lähtien päivittäisen toiminnan tasolle saakka. Esimerkiksi erään laitoksen sijoitusstrategiassa pyritään ottamaan jatkuvasti niin paljon riskiä kuin vakavaraisuusasema laitoksessa määritellyin marginaalein mahdollistaa, sillä ylituoton saavuttaminen kilpailijoihin nähden on vakavaraisuusasemasta johtuen vaikeaa muutoin. Toisessa laitoksessa tuotto-riski-suhdetta valvotaan päivittäin niin, että jokaista sijoitustoimintaan liittyvää päätöstä tehtäessä tai tulevaisuuden skenaariota mallinnettaessa otetaan huomioon lain määräykset ”tuottavasta ja turvaavasta” sijoitustoiminnasta, joita tosin arvioidaan myös sellaisten ulottuvuuksien kannalta, joita sääntely ei suoraan huomioi, esimerkiksi maineriskien osalta.

Esimerkkinä vakavaraisuusaseman kautta muodostuvista käytännön rajoitteista sijoitustoiminnalle voidaan mainita kehittyvien markkinoiden osakkeet. Koska niitä ei ole huomioitu tulevankaan sääntelyn mukaisessa OLV:ssa, ei heikommassa vakavaraisuusasemassa olevalla laitoksella ole erään haastateltavan mukaan varaa sijoittaa niihin, joskin myös vakavaraisempien laitosten on huomioitava niiden muodostama riski vakavaraisuusasemalle. Myös vakavaraisempien laitosten onkin huomioitava vakavaraisuusasema, sillä kuten eräs toinen haastateltava totesi, vakavaraisuus nousee vain hyvillä tuotoilla ja hitaasti, mutta huonot tuotot voivat johtaa sen laskemiseen hyvinkin nopeasti.

Vastuuvelan volatilitteetti koettiin yhdeksi työeläkelaitosten käytännön sijoitustoimintaan vaikuttavaksi erityispiirteeksi, joka tekee toiminnasta erityistä ja haastavaa sitä kautta, että taseen molemmat puolet ovat herkkiä erilaisille skenaarioille ja kilpailijoiden toimenpiteille. Vastuuvelan volatilitteetin nähtiin johtavan siihen, että sijoitustoiminta edellyttää enenevissä määrin matemaattista työtä ja taseen molempien puolten ymmärtämistä eri skenaarioissa. Eräs haastateltava kuvasi asiaa näin: ” -- Tämä on todella monelle todella vaikeaa ymmärtää, koska normaalissa vakuutustoiminnassa tiedetään vastuuvelka tarkalleen ja se vain diskontataan tietyllä korkotasolla. Mutta meillä se menee toisinpäin; se kasvaa koko ajan tuntemattomalla korkotasolla, joka on jotain 3 – 6 % välillä ja joka riippuu meidän kilpailijoidemme tuotosta. Ja me emme tiedä niiden salkkuja. Sitten näiden optimointiyhtälö tulee aika hankalaksi”.

Vakavaraisuusjärjestelmästä seuraava kilpailuasetelma vaikuttaa yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaan siten, että muiden laitosten tekemät muutokset on aina huomioitava ja joskus niitä on myös seurattava, riippumatta laitosten omista näkemyksistä. Erään haastateltavan mukaan sijoitustoiminnassa pyritään jatkuvasti parantamaan vakavaraisuutta suhteessa kilpailijoihin. Erityisen tärkeää on välttää tilannetta, jossa riskipositio olisi laskumarkkinassa merkittävästi kilpailijoita suurempi. Tällöin vakavaraisuus voisi laskea hyvinkin nopeasti ja laitos joutua vakavaraisuusrajalalle, jota haastateltava kuvasi koko toiminnan pahimpana skenaariona. Toinen haastateltava arvioi kilpailullisuuden lisääntyneen alalla 1990-luvulta lähtien, joka näkyy yhtäältä sijoitussalkkujen erilaistumisessa ja toisaalta siinä, että erityisesti suurten laitosten tekemiä muutoksia seurataan aiempaa herkemmin. Haastateltavan mukaan tuottokilpailu on ”nyt oikeasti aika raakaa” johtuen muun muassa toiminnan ammattimaistumisesta, jonka osalta Suomen työeläkejärjestelmää pidetään haastateltavan mukaan Euroopan tasolla edelläkävijänä hieman ”epäoptimaalisesta” vakavaraisuusjärjestelmästä riippumatta.

Usea haastateltava huomioi, että järjestelmässä tehdyillä oletuksilla on tavoiteltu ja saatu aikaan tiettyjä vaikutuksia käytännön sijoitustoiminnassa. Esimerkiksi ETK:n asettamalla laskuperustetuotolla on erään haastateltavan mukaan käytännössä ”kalibroitu” järjestelmään noin 35 % keskimääräinen osakepaino ja vakavaraisten laitosten osalta noin 40 % teoreettinen maksimiosakepaino. Haastateltava huomioi tämän olevan kansainvälisesti vertaillen melko pieni osuus, ja hänen mukaansa Suomen työeläkejärjestelmän keskimääräinen sijoitussalkku on kehittynyt ikään kuin välimuodoksi osakepainotteisesta Yhdysvalloissa vallitsevasta järjestelmästä

ja joissakin Keski-Euroopan maissa käytettävistä lähes kokonaan korkosijoituksiin painottuvista salkuista. Kun vanhempi ikäpolvi voisi suosia eläkevaroilte suhteellisen likvidejä ja pieniriskisiä kohteita, ja toisaalta nuorempi ikäpolvi voisi suosia korkeamman tuotto-odotuksen pitkäaikaisia sijoituksia, vakavaraisuusjärjestelmää kuvattiin myös keinona, jolla on aikaansaatu sukupolvien välinen kompromissimainen näkemys järjestelmän keskimääräisestä allokaatiosta.

5.3.2 Järjestelmän käytännön vaikutukset julkisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan

Kevan ja VER:n haastateltavien mukaan järjestelmä ja sen yleinen sääntely ei käytännössä rajoita laitosten sijoitustoimintaa mitenkään. Kevan haastateltavan mukaan tästä huolimatta muista laitoksista poiketaan sijoitustoiminnassa vähemmän kuin järjestelmä mahdollistaisi: ”Sellainen inhimillinen aspekti tässä on se, että poiketaan [muista laitoksista sijoitustoiminnassa] kuitenkin loppupeleissä aika vähän. Mutta mikään laki tai ohjeistus tai sääntö ei siihen pakota”. VER:n haastateltava kuvasi, että vuonna 2016 tehty julkisalojen eläkelakien yhdistäminen oli puhtaasti tekninen uudistus ja että työeläkelainsäädäntö vaikuttaa VER:n sijoitustoimintaan käytännössä vain siltä osin kuin se liittyy sisään ja ulos maksettaviin kassavirtoihin, eli valtion työntekijöiden eläkemaksuihin ja VER:n kuukausittain valtion budjettiin maksettavaksi säädettyyn osuuteen.

Laki valtion eläkerahastosta ja valtiovarainministeriön VER:lle asettama toimintamääräys vaikuttavat kuitenkin VER:n sijoitustoimintaan ratkaisevasti. VER:lla ei ole ikuista sijoitushorisonttia, vaan tavoitteena on lakiin kirjattu 25 % rahastointiaste, jonka saavuttamisen jälkeen kerrytetyn eläkerahaston käytöstä päätetään erikseen. Vastaavaa sijoitustoiminnan kvantitatiivista tavoitetta ei muilla laitoksilla ole. Valtiovarainministeriön toimintamääräys sisältää yksityisalojen poistuvia katesäännöksiä vastaavia allokaatorajoituksia ja rajoitteen siitä, ettei VER voi tehdä suoria kiinteistösijoituksia. Haastateltavan mukaan tämä rajoittaa VER:n sijoitustoiminnan strategista horisonttia käytännössä, vaikka lähtökohtaisesti VER pyrkiikin olemaan pitkän aikavälin puskurirahastosijoittaja.

Julkisalojen laitosten sijoitustoiminnassa ei ole kilpailullista aspektia. Tästä huolimatta sekä Keva että VER käytännössä seuraavat muiden laitosten sijoitustoimintaa, paitsi mielenkiinnosta, myös

siksi, että julkisuudessa laitoksia verrataan usein muihin, vaikka kilpailuasetelmaa ei ole ja suora vertailukelpoisuus muihin puuttuu erilaisen sääntelyn vuoksi.

5.3.3 Järjestelmän koettuja hyviä ominaisuuksia

Yleinen näkemys haastatelluissa laitoksissa oli, että järjestelmä on kehittynyt yksittäisen työeläkelaitoksen näkökulmasta jatkuvasti monipuolisempaa sijoitustoimintaa mahdollistavaksi. Eräs haastateltava kuvasi, että osittain tämän seurauksena laitoksissa on siirrytty Suomi- ja lainapainotteisesta sijoittamisesta globaalisti hajautettuun, ammattimaisempaan portfoliosijoittamiseen. Vaikka järjestelmä on historiallisesti suosinut Suomeen sijoittamista esimerkiksi kotimaisten kiinteistöjen osalta ja kotimaisia yhtiöitä on omistettu pitkään, ei haastateltava pitänyt tätä rasitteena Suomen keskimäärin hyvin tuottaneiden osakemarkkinoiden vuoksi. Haastateltavan mukaan sääntelyn kehitys on ollut hyvin tiedotettua ja ennustettavissa, mikä on mahdollistanut muutoksiin varautumisen jo ennalta. Erityisen merkittävänä ja hyvin ennakoitavissa olleena ”strategisena, isona askeleena” haastateltava mainitsi OLV:n tuomisen vaiheittain osaksi vakavaraisuusjärjestelmää. Työeläkevarojen sijoitustoimintaa koskeva sääntely on sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan tehty aina kansallisista lähtökohdista. Maailmanlaajuinen vuonna 2009 alkanut finanssikriisi pakotti lainsäätäjän turvautumaan poikkeusjärjestelyihin ja kiinnitti huomiota silloisen vakavaraisuusjärjestelyn kehityskohtiin, ja tästä alkoi vuoden 2017 uudistukseen johtanut selvitystyö. Monet sääntelyn käytännön vaikutuksista eivät haastateltavan mukaan ole olleet uudistusten alkuperäisiä tavoitteita, vaan ovat syntyneet niiden lopputuloksena: esimerkiksi vuoden 2017 vakavaraisuusuudistusta laadittaessa todettiin, että uudessa järjestelmässä on huomioitava riskejä aiempaa tarkemmin ja monipuolisemmin, minkä seurauksena uusi vakavaraisuuskehikko muotoutui enemmän hajautukseen kannustavaksi.

Eläkejärjestelmän useaan laitokseen hajautettu rakenne koettiin haastatteluina toimivana ja tärkeänä koko järjestelmän sijoitustoiminnan ja Suomen pääomamarkkinoiden kannalta. Eläkevarojen keskittämistä yhteen tai muutamaan suureen laitokseen pidettiin useissa haastatteluissa mahdottomana ajatuksena, koska tällöin laitokset olisivat liian suuria toimiakseen Suomen suhteellisen pienillä pääomamarkkinoilla. Hajautus erikokoisiin laitoksiin koettiin

tärkeäksi myös, jotta eläkevaroja sijoitettaisiin erilaisiin ja erikokoisiin kohteisiin. Erään haastateltavan mukaan ne kohteet, joihin suuret laitokset sijoittavat, ovat jo ylihinnoiteltuja esimerkiksi kiinteistömarkkinoilla ja pienempiä laitoksia tarvitaan, jotta koko järjestelmän tasolla tuottoja voidaan saavuttaa myös pienemmistä kohteista. Laajan tuottopotentiaalin mahdollistamisen lisäksi hajautetussa järjestelmässä nähtiin etuina myös kilpailun tuottama jännite ja päätöksenteon hajauttaminen useisiin eri paikkoihin ja useille eri henkilöille, jota eräs haastateltava kuvasi tärkeäksi ihmisten behavioraalisten rajoitteiden vuoksi. Eräs suhteellisen suuren laitoksen haastateltava kuvasi asiaa niin, että vaikka pienempien laitosten asiakkuuksien siirtyminen olisi taloudellisesti hyväksi suurille laitoksille, järjestelmän keskittyminen muutamaaan suureen laitokseen olisi kaiken kaikkiaan haitallista esimerkiksi siksi, että riski huonojen toimintapojen vaikutuksista kasvaisi ja toiminnan ketteryys vähenisi. Haastatteluissa nousi esille huoli siitä, että ammattimaisesti resursoituja institutionaalisia sijoittajia ei ole Suomessa riittävästi ja että työeläkejärjestelmän keskittymiskehityksen myötä Suomen pääomamarkkinoille tulo on jo nykyisin vaikeaa, joista syistä järjestelmän toivotaan pysyvän hajautettuna.

Esille tuli myös näkemys siitä, että vaikka vakavaraisuusjärjestelmä ja muu sääntely ovat monimutkaisia ja ulkopuolisille vaikeaselkoisia kokonaisuuksia, jotka johtavat joissakin tilanteissa epäoptimaalisuuteen, kokonaisuutena järjestelmä ”tekee juuri sen mitä sen pitää tehdäkin” ja on edunsaajan etujen mukaisesti hyvin rakennettu. Kilpailuun ohjaava järjestelmä varmistaa haastateltavan mukaan kustannustehokkaan ja turvaavan tuottojen optimoinnin ja sen, etteivät laitokset laiskistu sijoitustoiminnassaan.

Myös laitosten näkökulmasta järjestelmä nähtiin mahdollistavana; erään haastateltavan mukaan antaa Suomen työeläkelaitosten käyttöön samat sijoitustoiminnan mahdollisuudet kuin kansainvälisesti toimivilla riippumattomilla institutionaalisilla sijoittajilla, ja sijoitustoiminnassa onnistuminen on ”-- itsestä ja ympäröivästä organisaatiosta kiinni”. Haastateltavan mukaan Suomen järjestelmä on sijoitustoiminnan suhteen monien muiden maiden eläkejärjestelmiä kehittyneempi ja mahdollistavampi.

5.3.4 Järjestelmän koettuja ongelmia

Ilmeisimpiä ja eniten haastateltavien esille nostamia järjestelmän ongelmallisiksi koettuja piirteitä on se, että heikossa vakavaraisuustilanteessa oleva yksityisalojen laitos voi joutua ongelmakierteeseen. Ilmiö syntyy haastattelujen mukaan niin, että aluksi riskiä ei oteta laitoksessa tarpeeksi, jolloin tuotto jää muista jälkeen, joka vähentää vakavaraisuusaseman heikentyessä riskinottoa ja tuottopotentialia. Jos muut laitokset ottavat jatkossakin enemmän riskiä, erot tuottopotentialeissa ja niiden kautta vakavaraisuusasemissa kasvavat, kunnes heikoin laitos alittaa vakavaraisuusrajan. Erään haastateltavan mielestä järjestelmän tulisi puuttua joillakin korjaustoimenpiteillä aikaisemmassa vaiheessa kehitykseen, jossa yksi tai useampi toimija jää muista jälkeen vakavaraisuudessa. Toinen haastateltava kuvasi tähän ilmiöön liittyen, että silloin kun ”meillä kaikilla menee hyvin, koko järjestelmälläkin menee hyvin”, mutta silloin kun jokin toimijoista joutuu heikkoon vakavaraisuustilanteeseen, tilanne on huolestuttava paitsi kyseiselle laitokselle, myös muille laitoksille ja koko järjestelmälle.

Tämän ongelmalliseksi koetun ominaisuuden taustalla on järjestelmän tapa mitata yksittäisen laitoksen vakavaraisuutta suhteessa muihin toimijoihin. Erään haastateltavan mukaan tämä on perustavanlaatuinen ongelma, sillä järjestelmässä toimivan laitoksen todellinen riski on suhteessa muihin laitoksiin mitattava poikkeamariski. Erityisen ongelmallisena haastateltava piti sitä, että koska järjestelmän vastuut kasvavat tuottojen mukana, objektiivisesti tarkastellen hyvätkään tuotot eivät riitä vakavaraisuuden ylläpitoon, jos muut laitokset tuottavat keskimäärin vielä paremmin. Haastateltavan mukaan järjestelmän ”suuri sisäänrakennettu haaste” on poikkeamariski ja se, ettei sitä huomioida riittävästi: käytännön sijoitustoiminnassa pyritään objektiivisesti hyvään sijoitustuottoon hallitsemalla tappioriskiä, kun vakavaraisuusjärjestelmän kannalta optimaalista olisi pyrkiä hallitsemaan poikkeamariskiä.

Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltava kertoi, että poikkeamariskistä seuraava ongelmakierteen mahdollisuus on sääntelijänkin taholta tiedostettu järjestelmän ominaisuus. Yksityisalojen laitosten kesken järjestelmän aiheuttamien mahdollisten ongelmien laatu vaihtelee, sillä säätiöt ja kassat voivat pääomitusmahdollisuuttaan käyttämällä ratkaista ongelmakierteen siihen joutuessaan, kun työeläkeyhtiöillä vastaavaa keinoa ei ole. Haastateltavan mukaan järjestelmästä seuraa ongelmallisia vaikutuksia joissakin tilanteissa, mutta kokonaisuutena nykyistä vakavaraisuusjärjestelmää toimivampia ratkaisuja ei olla toistaiseksi esitetty tai kehitetty.

Toinen keskeiseksi koettu vakavaraisuusjärjestelmän ongelma on siitä seuraava sijoitustoiminnan prosyklisyys. Järjestelmän tuottovaade heilahtelee sijoitusmarkkinoiden muutosten mukana, koska se mukautuu vakavaraisuuteen viiveellä. Tästä seuraa, että järjestelmän vakavaraisuus ja riskinotto-kyky heikkenevät, kun markkinoilla tapahtuu arvonlaskuja, sijoituskohteiden hinnat ovat alhaisimmillaan ja tuottopotentiaali on korkeimmillaan, ja toisin päin. Eräs haastateltava tiivistä ilmiön näin: ”Me omistamme osakkeita vähemmän silloin, kun niiden tuotto-odotus on korkea, ja enemmän silloin, kun niiden tuotto-odotus on matala”. Järjestelmä kannustaa laitoksia lisäämään riskiä, kun tuottoja on saatu ja vakavaraisuus on noussut, mikä ei kaikissa tilanteissa ole optimaalista; toisaalta laitokset joutuvat käytännössä myymään omistuksiaan niiden arvojen laskiessa, jolloin sijoittaminen olisi halvempaa. Erään haastateltavan mukaan laitokset tekevät työtä myös yrittääkseen ennakoida tätä järjestelmän synnyttämää epäoptimaalisuutta ja vähentääkseen sen vaikutuksia. Eräs haastateltava totesi, että on sinänsä ristiriitaista, että järjestelmän hajauttamista useaan laitokseen on perusteltu sijoitustoiminnan hajautumisella, kun järjestelmä ohjaa joissakin tilanteissa toimijoita kilpailemaan samoin keinoin ja tekemään samoja asioita.

Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan OLV ja sen asteittainen nosto on paras toistaiseksi kehitetty työkalu järjestelmän tiedostetun prosyklisyyden lieventämiseksi. OLV:n vaikutus on erityisen tärkeä tilanteissa, joissa järjestelmän vakavaraisuus laskee, jolloin se kannustaa laitoksia säilyttämään osakepainon kohtuullisena osaketuottosidonnaisen riskin siirtyessä yksittäiseltä laitokselta järjestelmälle. Haastateltava kertoi, että prosyklisyyden lieventämistä on pohdittu paljon lainsäädäntöä kehitettäessä. Sen täydellinen poistaminen olisi kuitenkin vakavaraisuusjärjestelmässä mahdollista vain, jos joka hetkellä tiedettäisiin, missä kohdassa markkinasykliä ollaan. Tämä tarkoittaisi sitä, että järjestelmän tai lainsäätäjän tulisi ottaa kantaa esimerkiksi markkinoiden arvostuksen ja hinnoittelun oikeellisuuteen, ja vaikka tällaiseen onkin olemassa menetelmiä, lainsäätäjä suhtautuu varauksella tulevaisuuden ennustamiseen.

Haastatteluissa ilmeni myös näkemys siitä, että järjestelmän sijoitustoimintaa olisi järkevää muuttaa enemmän todellisten eläkevastuiden kehittymistä seuraavaan suuntaan. Erään haastateltavan mukaan järjestelmä keskittyy väärään asiaan tavoitellessaan ensisijaisesti sitä, että sijoitusvarallisuus tuottaisi mahdollisimman hyvin, kun keskeisintä olisi minimoida riski siitä, ettei eläkkeitä voida maksaa. Toinen haastateltava mainitsi OLV:n ohjaavan vastuiden kannalta

epäoptimaaliseen sijoittamiseen. Haastateltava näki ongelmallisena sen, että kun järjestelmän laskennallisten eläkevastuiden kasvu riippuu keskimääräisestä vakavaraisuudesta ja OLV:n kautta OECD-maiden keskimääräisestä osakesijoitusten tuotosta, ne eivät kasva todellisia eläkevastuita vastaavalla tavalla. Haastateltava tosin maitsi, että OLV:lla on ollut myös hyviä seuraamuksia sen mahdollistaessa suuremman osakepainon, vaikkakin sen tarkoituksena ollut korkeamman tuoton saavuttaminen pidemmällä aikavälillä voitaisiin toteuttaa myös määrittämällä vakavaraisuusraja eri tavoin.

Myös työeläkejärjestelmän kolmikantainen päätöksentekojärjestelmä koettiin joissakin suhteissa ongelmalliseksi. Eräs haastateltava totesi, että järjestelmään ja sen päätöksentekoon vaikuttaminen kolmikantajärjestelmässä, jossa intressit ovat monimuotoiset ja valtapiiirit pienet, on vaikeaa etenkin pienemmille toimijoille. Haastateltavan mukaan käytössä oleva päätöksentekotapa sisältää riskin siitä, että päätöksentekijät pitävät kiinni saavuttamastaan vallasta ottamatta kaikkia olennaisia asioita huomioon.

Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltava kertoi, että Suomen työeläkejärjestelmän kaikilla intressitahoilla on edustus päätöksenteossa, johon osallistuvat palkansaajien, työnantajien ja lainsäätäjän lisäksi usein myös Eläketurvakeskus ja työeläkelaitokset. Esimerkiksi vakavaraisuusuudistukseen olivat osallistuneet kaikki työeläkelaitokset, eläkesäätiöyhdistys sekä Finanssivalvonta, jonka haastateltava totesi olevan hyvin keskeinen toimija nimenomaan sijoitustoiminnan sääntelyä koskeissa asioissa sen vuoksi, että sijoitustoiminta on valvonnan kannalta järjestelmän merkittävimpiä seikkoja.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan käsittelyyn julkisessa keskustelussa nähtiin liittyvän muutamia ongelmia. Eräs haastateltava nosti erityisesti esille sen, että hän kokee ongelmalliseksi mediassa herkästi käytetyn tavan esittää työeläkelaitokset vastuuttomina toimijoina. Toisen haastateltavan mukaan julkisuudessa tehtävä vertailu on harhaanjohtavaa, sillä mediassa vertaillaan usein keskenään erilaisia toimijoita samoin perustein, minkä lisäksi vertailuissa keskitytään usein pelkkiin tuottolukuihin eikä huomioida muita olennaisia asioita, esimerkiksi tuotto-riski-suhdetta. Eräs haastateltava kertoi toivovansa, että julkisessa keskustelussa ymmärrettäisiin nykyistä laajemmin laitosten sijoitustoiminnassa eläkevastuiden kattamiseksi tehtävän työn määrää ja luonnetta.

5.4 Erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erityispiirteet

5.4.1 Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan erityispiirteet

Haastattelujen perusteella työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan keskeisin erityispiirre on se, että niiden välillä sijoitustoiminnassa on suuria eroja, jotka näkyvät haastattelujen mukaan erilaisina allokatioina ja strategisina valintoina. Selkeimpinä syinä eroihin nousivat esiin huomattavat erot resursseissa ja kokoluokassa; erään haastateltavan mukaan jotkin työeläkeyhtiöt ovat toisaalta resursoinnistaan riippumatta ”toimintatavaltaan suuria”. Resursoinnin nähtiin vaikuttavan suoraan siihen, kuinka yksityiskohtainen sijoitustoiminnan infrastruktuuri voidaan rakentaa, joka puolestaan vaikuttaa siihen, kuinka hyvin voidaan keskittyä resurssi-intensiivisempiin toimintoihin kuten johdannaissijoittamiseen. Suuremmilla resursseilla toimivilla yhtiöillä on paremmat mahdollisuudet toimia monipuolisemmin, hajauttaa enemmän ja tuottaa lisäarvoa omaisuusluokkien sisällä. Toisaalta niillä yhtiöillä, joilla on vähemmän resursseja käytössään, nähtiin olevan perinteisempi tapa suhtautua sijoitustoimintaan, jota pidettiin useissa haastatteluissa järkevänä.

Kokoluokan selkeimpiä vaikutuksia haastattelujen mukaan on sen ja likviditeetin välinen yhteys. Mitä suurempi sijoitusvarallisuus yhtiöllä on, sitä laajemmin se on hajautettava kansainvälisesti, sillä Suomen pääomamarkkinat ovat suurimmille yhtiöille verrattain pienet. Eräs suhteellisen suuren laitoksen haastateltava havainnoillisti asiaa niin, että suuren laitoksen on valittava kotimaisista, muista kuin viidentoista suurimman pörssiyhtiön osakkeista kohteet tarkoin, jottei kaupankäynti vaikuta merkittävästi osakkeen päivän kurssiin. Suuren kokoluokan etuna toisaalta on, että suuremmalla sijoitusomaisuudella pääsee käymään kauppaa sellaisista kohteista ja sellaisilla markkinoilla, esimerkiksi private equity -rahastoissa, jotka eivät ole saatavilla pienemmän kokoluokan sijoittajille. Haastateltavan mukaan maailman sijoitusmarkkinat ovat sen verran suuret, että suurimmatkin laitokset voivat toimia järkevästi, mutta Suomen pääomamarkkinoiden koko ei siihen riitä.

Järjestelmä, sääntely tai valvonta ei haastattelujen mukaan itsessään ohjaa yhtiöitä valitsemaan juuri tietynlaisia strategioita yhtä merkittävästi kuin kilpailu ja toimintatavat. Eräs haastateltava korosti sitä, että yhtiöiden sijoitustoiminnan erot ovat syntyneet järjestelmän kilpailuluonteesta ja

sääntelystä, mutta se, miksi kukin yhtiö on päätenyt juuri omaan tapansa tavoitella muita suurempaa tuottoa, johtuu yksinomaan niiden omista sijoitusnäkemyksistä sekä esimerkiksi siitä, kuinka niiden sijoitustoiminta organisoitu tai kuinka suuri osa siitä on ulkoistettu.

Myös työeläkeyhtiöiden erilaiset omistajuusrakenteet erilaisten toimintatapojen selittäjinä nousivat esille. Erään haastateltavan mukaan keskinäisissä työeläkeyhtiöissä on osakeyhtiöihin verrattuna se, että asiakkaat ovat yhtiön omistajia, voi johtaa konkreettisempaan omistajaohjaukseen sijoituskohdeiden valinnassa siitäkin huolimatta, että haastateltavan näkemyksen mukaan osakeyhtiömuotoisissa työeläkeyhtiöissä omistajat ovat toisaalta pitkälti asiakkaita.

5.4.2 Eläkesäätiöiden ja -kassojen sijoitustoiminnan erityispiirteet

Eläkesäätiöiden ja -kassojen osalta haastatteluissa nousi esille näkemys, että niiden sijoitustoiminnan pääpiirteet eivät varsinaisesti eroa muista työeläkelaitoksista millään erityisellä yhtenäisellä tavalla, ja kuten työeläkeyhtiöitäkin, niitä on hyvin erilaisia. Useampi haastateltava kuvasi, ettei yleispäteviä eroja niiden ja työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa voida osoittaa, koska ne ovat saman vakavaraisuusjärjestelmän piirissä ja vastaavat samalla tavalla yksityisalojen lakisääteisestä työeläkevakuuttamisesta.

Säätiöiden ja kassojen tuottoa ja vakavaraisuutta tarkasteltaessa on selvää, että ne ovat keskimäärin tuottavampia ja vakavaraisempia kuin työeläkeyhtiöt (ks. luku 4.2 ja 4.4). Eräs haastateltava nosti esille vielä kolmantena ulottuvuutena sen, että näiden säätiöiden ja kassojen organisatorinen tehokkuus sijoitustoiminnassa on yhtiöitä parempi. Toisen haastateltavan mukaan yhtiöitä suurempi vakavaraisuus mahdollistaa säätiöille ja kassoille sen, että ne voivat tehdä sijoitustoimintaa yhtiöitä vapaammin ja enemmän julkisalojen laitosten tapaan.

Syitä paremmille tuotto- ja vakavaraisuusluville esitettiin haastatteluissa useita. Säätiö- ja kassakenttää edustanut haastateltava esitti itse kolme erilaista selitystä yhtiöitä paremmalle tuotolle, jotka ovat ylivertainen taito, suurempi riskinotto ja pitkäjänteisempi sijoitustoiminta. Haastateltavan mukaan on epätodennäköistä, että säätiöillä ja kassoilla olisi yhtiöihin verraten säännönmukaisesti ylivertaista taitoa, sillä hänen mukaansa kilpailluilla markkinoilla sellaista tuskin esiintyy pitkällä aikavälillä. Haastateltava ei uskonut myöskään suuremman riskinoton

yksistään selittävän suurempia tuottoja, vaikkakin säätiöillä ja kassoilla usein olisi siihen mahdollisuus vakavaraisuutensa vuoksi. Haastateltava arvioi, että todennäköisin selitys on siinä, että sijoitustoimintaa on voitu tehdä yhtiöitä pitkäjänteisemmin, jonka lisäksi riskiä on mahdollisesti voitu ottaa systemaattisesti enemmän.

Tätä näkemystä tukivat myös useassa haastattelussa esille nouseet huomiot siitä, että säätiöillä ja kassoilla on toiminnassaan mahdollisesti selkeämmät insenttiivit ja intressit kuin yhtiöillä. Pitkäjänteistä omista lähtökohdista tehtyä sijoitustoimintaa sekä määrätietoisesti otettua suurempaa riskiä hypoteesina tukee myös säätiöiden ja kassojen pääomitusmahdollisuus ja mahdollisuus säätää eläkemaksuja, joka on erityisesti hyvässä taloudellisessa tilanteessa olevalle työnantajalle tapa säätää riskitasoa tarpeen mukaan. Moni haastateltava näki, että pääomitusmahdollisuus on yksi selittävä tekijä säätiöiden ja kassojen yhtiöitä parempien tuottojen ja vakavaraisuuden taustalla. Työnantajan tai -antajien toimiala, taloudellinen tilanne ja muut vastaavat seikat vaikuttavat siihen, missä laajudessa mahdollisuutta halutaan todellisuudessa käyttää.

Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan säätiöiden ja kassojen hyvä menestys johtuu lainsäätäjän näkökulmasta ennen kaikkea siitä, että niitä on hoidettu työnantajien toimesta vastuullisesti ja pääomitusmahdollisuutta on käytetty pitkäjänteisesti, josta on seurannut hyvän vakavaraisuuden kautta korkea tuottopotentiaali. Haastateltavan mukaan työnantajat ovat kannatusmaksujen säätelyn kautta pääsääntöisesti keränneet rahaa laitoksiinsa ulosnostamisen sijaan. Säätiöiden ja kassojen kannatusmaksuja ei myöskään olla laskettu kestävämmän alas, vaikka mahdollisuuksia siihen olisi ollut. Parhaiten toimineet työnantajat ovat näin haastateltavan mukaan käyttäneet säätiöitään ja kassojaan myös liiketoiminnan riskiä hajauttavalla tavalla. Haastateltavan mukaan toiminnassa olevien säätiöiden ja kassojen säilyminen Suomessa koetaan lainsäätäjän näkökulmasta tärkeäksi, sillä Suomen hajautettu työeläkejärjestelmä tarvitsee erilaisia ja erikokoisia toimijoita. Tästä esimerkkinä haastateltava mainitsi eläkesäätiö- ja kassalain uudistuksen, joka on nyt saatu vireille pitkän työskentelyn jälkeen ja jonka tarkoitus on parantaa ja tiivistää vanhentunutta lainsäädäntöä.

Ammattitaidon vaihtelevuus säätiöiden ja kassojen kesken on haastattelujen mukaan yksi niiden sijoitustoimintaa määrittävä erityispiirre. Eräs haastateltava kuvasi, että vaikka monissa säätiöistä ja kassoista toiminta on ammattimaista, kaikissa se ei sitä ole, mikä on koko järjestelmän kannalta negatiivinen asia ja on johtanut esimerkiksi joidenkin laitosten purkamiseen. Toisen haastateltavan

mukaan tästä seuraa esimerkiksi, että joissakin säätiöissä ja kassoissa ”aika surutta unohdetaan monia riskikomponentteja”, kuten valuuttariski. Sijoitussalkkujen suhteen haastateltava totesi, että keskimäärin säätiöt ja kassat omistavat kiinteistöjä huomattavasti enemmän kuin yhtiöt (ks. luku 4.3). Hyvän vakavaraisuuden vuoksi myös noteerattuja osakkeita on joidenkin säätiöiden ja kassojen salkuissa paljon, joka voi haastateltavan mukaan aiheuttaa hankaluuksia laskumarkkinassa.

Toisena erityispiirteenä ilmeni keskimäärin suhteellisen pieni kokoluokka ja sen mukanaan tuoma likviditeetti. Tämän nähtiin vaikuttavan siten, että säätiöt ja kassat pystyvät tekemään käytännön sijoitustoimintaa joustavammin. Käytännössä vaikutus on haastateltavien mukaan se, että säätiöt ja kassat pystyvät muuttelemaan sijoitussalkun sisältöä nopeammin kuin esimerkiksi työeläkeyhtiöt. Likviditeetin nähtiin tuovan etua siinä, että lisäarvon luominen suorilla sijoituksilla johdannaisten sijaan on pitkällä aikavälillä järkevämpää ja kokoluokan siinä, että epälikviditeettipreemiota hakevia strategioita on helpompi tehdä pienemmillä sijoitusmassoilla. Kääntöpuolena pienestä kokoluokasta seuraa, että säätiöille ja kassoille resurssirajoite on huomattavasti akuutimpi kuin samassa vakavaraisuusjärjestelmässä toimiville työeläkeyhtiöille, kuten eräs haastateltava asian muotoili. Erään haastateltavan mukaan toiminnan koko vaikuttaa säätiöiden ja kassojen sijoitustoimintaan eritoten siten, että näkökulma siihen, mitä voidaan tehdä, määräytyy lähtökohtaisesti käytettävissä olevien resurssien mukaan. Yksi käytännön esimerkkivaikutus tästä voisi haastateltavan mukaan olla se, että niiden sijoitukset painottuvat maantieteellisesti Suomeen ja lähialueille, jotka ovat kaukaisempia alueita vähemmän resurssein hallittavia ja paremmin tunnettuja.

Kolmas säätiöiden ja kassojen erityispiirre on haastattelujen perusteella niiden omistusrakenne, jossa eroa omistajan ja asiakkaan välillä ei ole ja omistajaohjauksen kytkös on hyvin suora. Tästä seuraa erilaisia vaikutuksia riippuen siitä, millaista sijoitustoimintaa työnantaja tai -antajat, jotka säätiön tai kassan ovat perustaneet ja vastaavat omaisuudellaan sen sijoituksista, haluavat ohjata työntekijöidensä eläkevastuiden kattamiseksi. Eräs haastateltava nosti esille, että omistajilla on vaikutusvaltaa säätiön tai kassan käytännön sijoitustoiminnan harjoittamiseen jo sen perusteella, että heillä on edustus laitoksen hallituksessa ja näin valta määritellä toiminnalle raamit, vaikkakin itse sijoitustoiminta voi olla pitkälti ulkoistettua. Tämän nähtiin voivan johtaa joko lisääntyneeseen joustavuuteen tai jäykkyyteen. Yhden haastatteluissa ilmenneen näkemyksen mukaan juuri yhtiöitä

suurempi joustavuus ja pienemmät salkun rakenteeseen vaikuttavat sidokset johtavat säätiöiden ja kassojen yhtiöitä parempiin tuottoihin ja vakavaraisuuteen. Toisen näkemyksen mukaan omistusrakenne on toimintaa rajoittava tekijä. Käytännön vaikutuksia sijoitussalkun sisältöön nähtiin ilmenevän muun muassa siinä, että joillakin säätiöillä ja kassoilla on salkussaan oman yhtiön tai yhtiöiden osakkeita, jonka todettiin olevan huonoa riskienhallintaa, sillä tällöin oman liiketoiminnan riskit kannetaan ikään kuin kahteen kertaan. Toinen vaikutus on erään haastateltavan mukaan se, että säätiöt ja kassat sijoittavat paljon sidosryhmiensä omistamiin kiinteistöihin. Haastateltavan mukaan se, että työnantajat omistavat säätiöt ja kassat, voi luoda joissakin tapauksissa eläkevastuun kantamisen kannalta epäoptimaalisia intressiristiriitoja ja kyseenalaisia käytäntöjä sijoitustoimintaan. Eräs haastateltava huomautti, että säätiöillä tämä yhteys on vielä määräävämmässä asemassa kuin kassoilla, koska omistajia on vain yksi.

5.4.3 Julkisaloiden työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erityispiirteet

Julkisaloiden työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa määrittävistä erityispiirteistä selkeitä nousivat esille vakavaraisuuskehikon puuttumisesta seuraavat vaikutukset, joiden haastateltavat kuvasivat näkyvän käytännössä eri tavoin. Usein mainittu vaikutus oli Kevan ja VER:n yksityisaloiden työeläkevakuuttajiin nähden suurempi osakepaino yli ajan, johon liittyen eräs haastateltava totesi, että ero on kaventunut viime vuosina ja että OLV:n kasvattaminen kaventaa sitä jatkossa lisää, ja että erot sijoitussalkuissa eivät ole niin suuria kuin järjestelmä ja sääntely mahdollistaisivat (ks. luku 4.3).

Toisena vaikutuksena vakavaraisuusjärjestelmän puuttumisesta huomioitiin, että koska julkisaloiden työeläkevakuuttajat eivät altistu yksityisaloiden laitosten tavoin vakavaraisuuspuskurin heilahtelulle, ne voivat sijoittaa ”kuin aidot puskurirahastot”, kuten eräs haastateltava asian kuvasi. Ne eivät ole sidottuja vakavaraisuusjärjestelmän prosyklisiin vaikutuksiin ja voivat hankalissa markkinatilanteissa toimia vastasyklisesti halutessaan. Tämän seurauksena niiden sijoitusstrategiat voivat rakentua täysin eri lähtökohdista. Ne voivat ainakin teoriassa tehdä sijoitustoimintaa pitkäjänteisesti keskittymällä esimerkiksi pitkäaikaisiin infrastruktuurisijoituksiin ja ottaa riskiä aidosti haluamallaan tavalla välittämättä relatiivisesta tarkastelusta, mikä mahdollistaa paremmat tuotot. Käytännön vaikutuksena tästä nähtiin esimerkiksi, että julkisaloiden laitokset voivat ottaa

yksityisaloiden laitoksia enemmän valuuttariskiä, joka on erään haastateltavan mukaan selittänyt niiden viime vuosien suuremmat tuotot käytännössä kokonaan. Toisaalta sama haastateltava mainitsi, että julkisaloiden laitokset ovat myös systemaattisesti jättäneet valuuttariskiä omalle vastuulleen ja aktiivisesti hallitsematta yksityisaloiden laitoksia enemmän.

Vakavaraisuudella ja sen puuttumisella on vaikutuksia myös laitosten päätöksentekoon, sillä vakavaraisuusasema vaikuttaa haastattelujen mukaan selkeästi riskinottohalukkuuteen. Julkisaloiden laitosten sijoitustoiminnan päätöksenteon ja riskienhallinnan nähtiinkin voivan olla selkeämpää vakavaraisuusjärjestelmän puuttumisen vuoksi eritoten siksi, ettei niille ole määritelty vastuuvelan vähimmäistuottovaatimusta, joka muodostuu todellisista sijoitustoiminnan tuotoista riippumatta ja edellyttää yksityisaloiden laitoksilta varovaisuutta vakavaraisuutensa turvaamiseksi erityisesti hankalissa markkinaolosuhteissa. Yhtenä vaikutuksena kevyemmästä sääntelystä huomioitiin myös sen vaatiman päivittäisen operatiivisen toiminnan ja muodollisuuksien puuttuminen, joka jättää enemmän aikaa ja resursseja muuhun toimintaan.

Julkisaloiden laitosten haastatteluissa ilmeni, että kun vakavaraisuussääntelyä ei ole, sijoitustoiminnan ja riskienhallinnan suuntaviivat ja strategiat syntyvät sekä Kevalla että VER:lla niiden omasta sisäisestä hallinnosta. Kummassakin haastattelussa julkisaloiden laitoksessa ylin päättävä taho on hallitus, joka vahvistaa sijoitusstrategian. Eräs haastateltava huomioi, että vaikka julkisaloiden laitoksilla sijoitustoimintaa ohjaavat raamit syntyvät sisäisesti, ne eivät lopulta eroa kovin paljoa yksityisaloiden laitosten vastaavista ohjenuorista, joka voidaan havaita esimerkiksi siinä, että allokatioerot eivät ole niin suuria kuin järjestelmä mahdollistaisi (ks. luku 4.3). Erityisesti Kevan osalta muuan haastateltava totesi, että se on hyvin resursoitu ja sofistikoitunut sijoittaja; toinen haastateltava kuvaili Kevaa sanoilla ”best practice pension fund”.

Kevan haastateltava kuvasi julkisaloiden laitosten erityispiirteenä sen, että niillä on laaja tiedonantovelvollisuus, jonka seurauksena ne voivat tietoja pyydetessä olla antamatta käytännössä vain salassapidettäviä tietoja, kun yksityisaloiden laitokset voivat kertoa asioita ulospäin oman harkintansa mukaan. Tämä vaikuttaa siihen, kuinka erityyppisiä laitoksia käsitellään mediassa ja julkisessa keskustelussa. Haastateltavan mukaan aiemmin mainittu median taipumus verrata erilaisia laitoksia keskenään saattaa johtaa siihen, että jotki laitokset yrittävät kilpailla myös eri sääntelyn piirissä olevien laitosten kanssa, joka ei ole tarpeen ja joka on järjestelmän kannalta epäoptimaalista. VER:n haastateltavan mukaan VER:ssa seurataan alaan

liittyvää julkista keskustelua, mutta sijoitustoiminnan konkreettisiin imago- tai julkisuusvaikutuksiin joudutaan ottamaan kantaa käytännössä harvoin.

Yksi ero ilmenee haastattelujen mukaan myös sijoitusten maantieteellisessä jakautumisessa siten, että yksityisalojen laitokset sijoittavat enemmän Suomeen. Eräs haastateltava koki tämän hieman ongelmallisena, koska kotimaisiin kohteisiin sijoittamista pidetään tärkeänä pääomamarkkinoiden toiminnan vuoksi työeläkevarojen muodostaessa merkittävän osan Suomeen sijoitettavasta varallisuudesta. Haastatteluissa tuotiin esille myös epäsuoremmin syntyviä eroja Kevan ja VER:n toiminnassa verrattuna yksityisalojen laitoksiin. Erään haastateltavan mukaan esimerkiksi se, että VER on ulkoistanut paljon toimintaansa, voisi johtua siitä, että sillä on ollut mahdollisuus roolinsa osana valtiota takia palkata vain tietty määrä henkilöstöä.

Kevan ja VER:n välilläkin on eroja, joita kyseisten laitosten haastateltavat itse toivat esille. Yksi keskeinen ero on se, että VER on osa valtion budjettia ja toimii käytännössä puhtaasti puskurirahastona sekä maksaa kuukausittain valtion budjettiin eläkemenon katteeksi tietyn määrän rahaa. Vaikka kummallakaan laitoksella ei ole vakavaraisuusääntelyä, VER:a koskevat valtiovarainministeriön antamat määräykset, joita vastaavaa sääntelyä Kevalla ei ole ja joihin sisältyvät sijoitusvarojen allokointia koskevat rajoitteet ovat VER:n erityispiirteistä selkeimpiä. VER:n haastateltavan mukaan vakavaraisuuskehikko saattaisi tietyissä markkinaolosuhteissa olla jopa helpompi ja mahdollistavampi sijoitustoiminnan kannalta kuin heille asetetut rajoitteet. Haastateltava koki erityisesti ”muille sijoituskohteille” asetetun 12 % allokaatiorajan haastavaksi nykyisessä markkinatilanteessa, jossa tuottoja on haettava entistä enemmän vaihtoehtoisista kohteista. Lisäksi rajoitteet estävät VER:a tekemästä suoria kiinteistösijoituksia. Näistä syistä johtuen haastateltava korosti, että rajoitteet ovat aidosti merkityksellinen asia, joka erottaa VER:n muista laitoksista. Toisaalta VER:n erityispiirteenä on sille laissa valtion eläkerahastosta säädetty tavoite 25 % rahastointiasteesta, jonka saavuttaminen on haastateltavan mukaan erityisen haastavaa nykytilanteessa, sillä VER:n talous on saatavan maksutulon ja ulos maksettavien eläkkeiden osalta alijäämäinen ja negatiivinen kassavirta kasvaa joka vuosi. Haastateltavan mukaan sijoitustuotot on luonnollisesti ensin käytettävä negatiivisen kassavirran kattamiseen, jonka jälkeen rahastoa voidaan vasta kasvattaa.

5.4.4 Kokoluokasta syntyvät erot eri työeläkevakuuttajien välillä

Eri työeläkevakuuttajien – riippumatta siitä, ovatko ne työeläkeyhtiöitä, eläkesäätiöitä tai -kassoja tai julkisalojen työeläkevakuuttajia – välillä vallitseviin eroihin liittyen eniten keskustelua herättänyt ja haastatteluissa esille noussut teema liittyy eri laitosten kokoluokkaeroihin.

Selkeä kokoluokasta syntyvä ero on likviditeetin vaihtelu kokoluokan mukaan, joka mainittiin jo edellä säätiöiden ja kassojen pienestä koosta johtuvana erityispiirteenä. Riippumatta laitoksen tyypistä on kuitenkin usean haastattelun perusteella syytä olettaa, että eritoten Suomen pääomamarkkinoiden suhteellisen pienen koon vuoksi suuremmat laitokset ovat käytännössä pakotettuja hajauttamaan sijoituksiaan pienempiä enemmän ulkomaille. Erään suhteellisen suuren laitoksen haastateltava kertoi, että heidän kokoluokassaan ”ei ole mitään realistista mahdollisuutta, että allokaatiot Suomeen kaikilla samanaikaisesti voisivat olla kymmeniä prosentteja”, ja totesi tämän olevan syy siihen, miksi ulkomaille hajautetaan käytännön pakosta mittavissakin määrin. Toisaalta suuri koko mahdollistaa sellaisten positioiden hyödyntämisen ja sellaisilla markkinoilla toimimisen, jotka pienemmille toimijoille eivät ole mahdollisia, kuten aiempaan on todettu.

Pienemmillä laitoksilla puolestaan on erään haastateltavan antaman esimerkin mukaan mahdollisuus toteuttaa vaikkapa kiinteistösijoituksia kotimaassa huomattavasti monipuolisemmin kuin suuremmilla, jotka joutuvat hakemaan useampia ja suurempia kiinteistösijoituskohteita siinä mittakaavassa, ettei niitä Suomesta välttämättä löydy. Koko mahdollistaa myös pienemmille toimijoille erilaisten niche-strategioiden ja kapeiden mahdollisuuksien hyödyntämisen sekä ketterämmän taktisen allokaation suurempiin laitoksiin verrattuna. Nämä mahdollisuudet on kuitenkin löydettävä markkinoilta, joka ei pieneen kokoon usein liittyvillä suhteellisen rajatuilla resursseilla ole niin helppoa kuin mitä se olisi suuremmille toimijoille, jotka taas eivät likviditeettinsä vuoksi voi hyödyntää kyseisiä mahdollisuuksia.

Eräs haastateltava huomioi, että vertailtaessa keskenään saman sääntelyn piirissä toimivia laitoksia, suurten tai pienten laitosten eduksi ei ole havaittavissa systemaattisia pitkän aikavälin tuottoeroja. Suurempien resurssien, laajempien hajautusmahdollisuuksien ja useampien käytettävissä olevien sijoituskohteiden voisi olettaa mahdollistavan suuremmille laitoksille pienempiä paremmat tuotot. Useat haastateltavat nostivat esille erilaisia tekijöitä, jotka voisivat selittää, mikseivät tuotot eroa systemaattisesti. Ensinnäkin on mahdollista, että ero johtuu suurten laitosten pienempiä

huonommasta likviditeetistä, joka voi hankalissa markkinatilanteissa hidastaa niiden toimintaa siinä määrin, että ne joutuvat pitämään huonoja positioita ja jota on käsitelty edellä. Toiseksi voi olla, että suurten laitosten sijoitussalkku ja toiminta ylipäättään ovat niin monimutkaisia, että monimutkaisuuden hallinta kuluttaa mahdolliset hyödyt. Kolmanneksi nousi esille mahdollisuus siitä, että suurempien yhtiöiden toiminta on suuremmista resursseista huolimatta tehottomampaa, eli niiden tekemä analyysi ja työ eivät lopulta lisää arvoa sijoitusten tuoton tasolla. Eräs suhteellisen pienen laitoksen haastateltava kuvasi, että ”tämä ei todellakaan ole monimutkaista toimintaa”, ja epäili suurten laitosten tekvän paljon sellaista, joka kuluttaa resursseja muttei tuota vastaavaa lisäarvoa. Neljänneksi haastatteluissa ilmeni näkemys siitä, että suuriin toimijoihin kohdistuu pienempiä voimakkaampina median asettamia paineita ja sosiaalisia ja poliittisia intressejä, jotka voivat ohjata sijoitustoimintaa epäoptimaaliseen suuntaan esimerkiksi siten, että riskinottohalukkuus vähenee päätöksentekijöiden psyykkisestä kestävyyskyvystä johtuen, tai siten, että pitkäjänteisesti tuottavan sijoitustoiminnan periaatteista irroittaudutaan, jotta voitaisiin lyhyemmällä aikavälillä parantaa imagoa tai vastata paremmin julkisuudessa tai politiikassa laitoksille asetettuihin odotuksiin.

Eräs haastateltava esitti selityksenä suurten laitosten näennäiselle tehottomuudelle sen, että mittakaavaedut ovat jopa kustannusten, mutta etenkin tuottojen kannalta instituutioiden sijoitustoiminnassa pienet, ja että ne kääntyvät koon kasvaessa jopa negatiivisiksi. Tämä johtuu haastateltavan mukaan siitä, että suuren koon mukanaan tuomista resursseista ei ole apua, jos toimijoille ei ole riittävästi tarpeeksi suuria markkinoita, joilla ne voisivat toimia joustavasti informaatioetua hyödyntäen. Haastateltava epäilikin sitä, että suuremmat laitokset pystyisivät tuottamaan pelkästään kokonsa ja resurssiensa avulla suurempia tuottoja. Eräs toinen haastateltava totesi, että Suomen työeläkelaitokset ovat maailmanlaajuisesti tarkastellen sen verran pieniä, etteivät kapasiteettirajoitukset estä suurimpienkaan laitosten toimintaa, mutta kokoluokkaan liittyviä kysymyksiä on pohdittava sitä enemmän, mitä suurempi laitos on.

Pienempien laitosten merkittävin ominaispiirre on laitoksen tyypistä riippumatta resurssien pienempi määrä, joka pakottaa ne käyttämään erilaisia toimintatapoja. Pienemmillä laitoksilla ei resursseista ja sijoituserien koosta johtuen ole samanlaista neuvotteluvoimaa kuin suuremmilla. Toisaalta on sijoitustoimenpiteitä, joiden työmäärä ja kiinteät kustannukset ovat samat riippumatta sijoitettavan omaisuuden määrästä, ja näissä pienemmät laitokset ovat tehottomampia.

Sijoitustoiminnan kustannusten suhde sijoitusvarallisuuteen onkin pienemmillä laitoksilla erään haastateltavan mukaan siinä määrin suurempi, että niiden tuottovaatimus on käytännössä korkeampi kuin suuremmilla laitoksilla. Erään haastateltavan mukaan pienemmille toimijoille syntyy suuria laitoksia enemmän rasitteita sääntelystä, kun sääntelyn lisääntyessä sen kiinteät kustannukset lisääntyvät. Toisaalta sosiaali- ja terveysministeriön haastateltava esitti, että vaikka sääntely ja sen myötä sen kiinteät kustannukset ovat kaikille laitoksille samanlaiset, pienempien laitosten on helpompi soveltaa sääntelyä ja tehdä sen vaatimat toimenpiteet, koska niiden sijoitustoiminta on yksinkertaisempaa.

Pienempi koko ohjaa laitokset haastattelujen mukaan ulkoistamaan sijoitustoimintaa enemmän sekä henkilöresurssien rajallisuudesta että ulkoistamisen kustannustehokkuudesta johtuen. Erään haastateltavan mukaan myös suuret laitokset saattavat ulkoistaa toimintaa samassa suhteessa, mutta syyt voivat olla erilaiset: kun sijoitusvarallisuus on tarpeeksi suuri, on tehtävä rationaalisia ulkoistamispäätöksiä sen perusteella, missä ollaan omin resurssein kilpailukykyisiä ja missä ei.

Sekä suurten että pienten laitosten paremmuuden puolesta sijoitustoiminnassa on esitetty useita erilaisia perusteluita. Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan Suomen pääomamarkkinat tarvitsevat toimiakseen hajautettua järjestelmää ja erikokoisia laitoksia paitsi riskienhallinnallisesta ja hajauttamisen näkökulmasta, myös siksi, että koska likviditeetti ja kokoluokka vaikuttavat laitosten toimintamahdollisuuksiin, on tärkeää, että Suomessa on myös pienempiä laitoksia, jotka pystyvät toimimaan ja tekemään merkityksellistä sijoitustoimintaa pienillä pääomamarkkinoillamme.

5.5 Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuus

5.5.1 Järjestelmän, sääntelyn ja valvonnan kehityksen vaikutukset

Useat haastatellut laitokset kokivat, että järjestelmän kehitys, erityisesti vakavaraisuusuudistus, luo lisää sijoitustoiminnan mahdollisuuksia tulevaisuudessa. Haastattelujen perusteella eläkeuudistus ei odotetusti vaikuta työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan juuri lainkaan; useampi haastateltava totesi, ettei eläkeuudistuksella kokonaisuutena ole mitään käytännön vaikutuksia laitosten

sijoitustoimintaan. Erään haastateltavan mukaan sääntelyudistukset toimivat ikään kuin mahdollistavana vastavoimana haastaville markkinoiden ja maailmantalouden kehityssuunnille. Toisen haastateltavan mukaan uuden vakavaraisuuskehikon voimaantuminen mahdollistaa heti suuremman tuotto-odotuksen nykyisenkaltaisilla salkuilla. Kolmas haastateltava koki, että vaikka vakavaraisuusjärjestelmällä on jatkossakin prosyklisyyteen ohjaava vaikutus, on tulevaisuuden kannalta hyvä, että sitä on pyritty erilaisin keinoin lieventämään ja että vakavaraisuusuudistuksen myötä riskit luokitellaan aiempaa paremmin. Kokonaisuudessaan kyseinen haastateltava totesi olevansa erittäin tyytyväinen työeläkejärjestelmän sijoitustoiminnan sääntelyyn. Eräs julkisalojen laitoksen haastateltava totesi, että vaikei hän ollutkaan syvällisesti perehtynyt uudistukseen, se vaikutti ensisijaisesti parannukselta vanhempaan malliin ja sellaiselta, ettei moni laitos joudu tekemään suuria muutoksia toimintatavoissaan. Yhtenä konkreettisena ja positiivisena vaikutuksena eräs haastateltava mainitsi, että uuden vakavaraisuussääntelyn tarkemman riskien luokittelun ja tunnistamisen seurauksena hedgerahastoja avataan entistä enemmän.

Haastatteluissa ilmeni yleinen näkemys siitä, että OLV:n nostaminen osana vakavaraisuusuudistusta tulee nostamaan osakesijoitusten osuutta salkuissa koko järjestelmässä ja lieventämään prosyklisyyttä. Erään haastateltavan mukaan OLV:n nostaminen 20 %:iin lisää merkittävästi riskinotto-kykyä ja sen myötä järjestelmä tulee muutaman vuoden päästä olevan entistä lähempänä sellaista joustavuutta ja keskimääräistä osakepainoa, jota pitkään sijoitustoimintaa harjoittaneilla anglosaksisten maiden institutionaalisilla sijoittajilla on. OLV:n nostaminen mahdollistaa haastateltavan mukaan jopa yli 50 % osakepainon vakavaraisille laitoksille sekä aiempaa pitempiaikaisten osakepositioiden ylläpidon. Haastateltavan mukaan OLV on uudistuksen keskeisin osa, koska järjestelmän tasolla suurin osa riskistä muodostuu osake- ja korkosijoitusten suhteesta sijoitussalkuissa. OLV:n kasvattamisen nähtiin myös helpottavan laitoksen vakavaraisuuden valvontaa. Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan OLV:n nostaminen mahdollistaa arvioiden mukaan 7 – 8 prosenttiyksikön nostamisen osakepainossa.

Myös katesäännösten poistuminen nostettiin esille vakavaraisuusuudistuksen edistyksellisenä ulottuvuutena. Eräs haastateltava kuvasi, että järjestelmässä on ollut pitkään käytössä kaksi päällekkäistä tapaa sännellä samaa asiaa, kun katesäännöstö on asettanut vakavaraisuusjärjestelmästä erillisiä omaisuusluokakohtaisia rajoituksia. Vaikka haastateltavan

mukaan muutos ei aiheuta käytännön vaikutuksia sijoitustoimintaan tai salkkujen sisältöön, ylimääräinen työ vähenee ja sääntely kevenee. Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltava totesi, että vaikka katesäännöstö poistuu, limiittisäännöksiä on osana sääntelyä jatkossakin. Nämä eroavat kuitenkin aiemmin voimassa olleista katesäännöksistä kahdella tavalla: ensinnäkin ne ovat sidottuja sijoitusvarallisuuteen vastuuelan sijaan ja toiseksi ne eivät ole ehdottomia, vaan niiden ylittämisestä seuraa lisöpääomavaatimus vakavaraisuusrajaan.

Riski- ja vakavaraisuusarviolla eli ORSA:lla nähtiin myös olevan konkreettisia vaikutuksia. Erään haastateltavan mukaan ORSA-uudistus edellyttää laitoksilta paljon lisää kvantitatiivista työtä, kun laitosten on analysoitava sijoitustoiminnan riskejä suhteessa vakavaraisuuteen lyhyellä ja pitkällä aikavälillä erilaisissa skenaarioissa. Tästä syystä ORSA:n edellyttämiä uudenlaisia järjestelmiä ja prosesseja työstetään parhaillaan haastateltavan edustamassa laitoksessa, jossa tavoitteena on, että ORSA:sta ja siinä tehtävästä tuoton ja kustannusten optimoinnista eri skenaarioissa tulee laitoksen sijoitustoiminnan ydinprosessi, strategisen allokaation säilyessä yleisen tason sijoitustoiminnan ohjausvälineenä. Vaikka haastateltavan mukaan uudistus työllistääkin laitoksia paljon, hän koki erittäin positiivisena, että lainsäädäntöön on asetettu laitoksille pakolliseksi oman sisäisen arvioinnin toimenpiteitä. Haastateltava arvioi, että ORSA:n keskittyminen voi olla jatkossa keino menestyä kilpailussa ja tehdä entistä parempaa sijoitustoimintaa.

Toinen merkittävä ja paljon julkisuudessa esillä ollut uudistus, sosiaali- ja terveydenhuollon uudistus eli sote-uudistus, nousi esille mahdollisesti kunnallisen eläkejärjestelmän kestävyysvaikututtavana tekijänä. Kevan haastateltava kertoi, että sen vaikutukset järjestelmän maksupohjaan voivat olla suuret, sote-uudistuksen myötä myös yksityisalojen laitokset voisivat hoitaa sote-palveluiden työeläketurvaa, joka on aiemmin ollut Kevan vastuulla. Tämä voi johtaa tilanteeseen, jossa kunnallisen eläkejärjestelmän kestävyys on uhattuna suuren osan vakuutetuista siirtyessä yksityisalojen työeläkevakuuttajien asiakkaiksi. Käytännössä muutos tarkoittaisi haastateltavan mukaan sitä, että kunnallisen eläkejärjestelmän rahastoidut varat jouduttaisiin käyttämään nopeammin kuin mihin on varauduttu, minkä lisäksi muutos asettaisi ennennäkemättömän korkeat tuottovaatimukset Kevan sijoitustoiminnan tuotoille. Kunnat ovat viime kädessä yhteisvastuussa eläkejärjestelmänsä kestävydestä, mutta haastateltava ei nähnyt realistisena, että kunnat voisivat nostaa eläkemaksutasoa riittävästi paikatakseen maksupohjan pienenemisen. Asiaan liittyy vielä

paljon epävarmuutta ja haastateltavan mukaan se on sote-uudistuksen kontekstissa yksityiskohta, jota ei ole julkisessa keskustelussa tai päätöksenteossa vielä juuri huomioitu.

Osa haastateltavista koki, että uuteen vakavaraisuuskehikkoon liittyy myös haasteita. Yleisimpiä huomioita uuden vakavaraisuussäätelyn negatiivisemmista vaikutuksista oli se, että koska se edellyttää sijoitussalkkujen ja riskien arvioimista uudella tavalla, se tuottaa laitoksille paljon lisätyötä, vaikka sijoitussalkut eivät merkittävästi muuttuisikaan. Eräs haastateltava totesi, että kaikkien yksityisalojen laitosten tulee operatiivisella tasolla muuttaa sijoitussalkun analyysia riskibudjetointilähtöisempään suuntaan ja että VaR:n ja erityisesti CVaR:n kaltaisten työkalujen käyttö tulee olemaan entistä tärkeämpää, sillä ne soveltuvat uuden vakavaraisuusjärjestelmän vaatimukseen hyvin. Haastateltava arvioi, että uudistuksen edellyttämien uusien toimintapojen ja työkalujen esittelemine ja niiden käytön perusteleminen päättäjille, jotka eivät ole päivittäin tekemisissä käytännön sijoitustoiminnan kanssa, voi olla joissakin laitoksissa haastavaa. Uuden säätelyn edellyttämät toimintatavat voivat myös olla haastavampia omaksua joillekin laitoksille kuin toisille erilaisista ajatustavoista ja tavoista tehdä sijoitustoiminnan riskienhallintaa johtuen.

Eräs haastateltava toi esille myös sen, että vakavaraisuuskehikko voi olla ongelmallinen uudessa markkinatilanteessa. Kun sijoitustoiminnassa on voitu aiemmin laskea sen varaan, että korkoriskillä on suojattu muita riskejä, on myös vakavaraisuuskehikko rakennettu tämän oletuksen mukaan ja korkoriskin lisääminen laskee siinä pääomavaadetta, mikä oli haastateltavan mukaan haastavaa esimerkiksi nykyisessä markkinatilanteessa jatkuvasti todennäköisemmältä näyttävässä skenaariossa, jossa korot nousisivat ja osakekurssit laskisivat samanaikaisesti. Koska korkotuotot ovat ennennäkemättömän alhaiset, ei korkoriski suojaisi tässä tilanteessa järjestelmän tai laitosten vakavaraisuutta osakekurssien laskulta. Myös toisen haastateltavan mukaan vakavaraisuusjärjestelmä voi olla ongelmallinen nykyisessä korkomarkkinatilanteessa, sillä jos korot nousisivat, laitokset joutuisivat myymään korkosijoituksiaan sen sijaan, että korkomarkkinoiden korjaantumismekanismi voitaisiin täysipainoisesti hyödyntää. Eräs haastateltava toi esille myös, että tietyissä tilanteissa OLV:n nosto ei merkityksellisessä määrin mahdollista osakepainon lisäämistä, koska uudessa vakavaraisuuskehikossa huomioidaan vakavaraisuuden laskennassa muilta osin aiempaa tarkemmin sellaisia riskejä, joita ei ole aiemmin huomioitu; tietyllä tavalla rakennetulle sijoitussalkulle OLV:n nosto ja vakavaraisuussäätelyn uudistaminen muilta osin kumoavat toisensa, eikä kokonaisuus tuo toimintaan helpotuksia.

Samansuuntaisia näkemyksiä siitä, ettei vakavaraisuussäntelyn uudistuminen korjaa kaikkia siinä tai järjestelmässä olevia ongelmia, esitti useampikin haastateltava. Erään haastateltavan mukaan uusikin vakavaraisuuskehikko johtaa prosyklisyyteen kannustavan vaikutuksen myötä epäoptimaalisiin salkkuihin. Haastateltava kritisoi myös sitä, ettei OLV:ssa ole uudistuksen jälkeenkään huomioitu kehittyvien markkinoiden osakkeita, vaan se huomioi OECD-maiden listatut osakkeet. Tämän seurauksena kehittyvien markkinoiden osakepainoa joudutaan haastateltavan mukaan vähentämään ainakin muissa kuin kaikista vakavaraisimmissa laitoksissa uuden järjestelmän muiden osa-aluiden vaatiessa aiempaa tarkempaa riskienhallintaa.

Useamman haastatellun mukaan uudenkaan säntelyn myötä on epärealistista olettaa, että tulevaisuudessa voitaisiin saavuttaa ETK:n laskuperusteiden mukainen, muun muassa eläkeuudistuksen rahoituslaskelmissa käytetty 3,5 %:n tuotto-odotus. Eräs haastateltava arvioi, että mikään, mitä nyt voidaan tietää eri omaisuuslajien pitkän aikavälin tuotto-odotuksista nykyisiin korko- ja arvostustasoihin perustuen, ei tue oletusta 3,5 %:n reaalityuoton saavuttamisesta, mikäli sääntely on jatkossakin nykyistä vastaavalla tavalla prosyklisyyteen ohjaava ja riskipitoisia sijoituskohteita rajoittava. Toisen haastateltavan mukaan 3 %:n suuruinen reaalityuotto voisi olla saavutettavissa, mutta laskelmat on voitu tehdä tuotto-oletusta optimisesti arvioiden, jotta eläkemaksuja ei tarvitsisi nostaa. Kolmas haastateltava arvioi, että etenkin yksityisalojen laitokset tuskin kykenevät täyttämään lähivuosina niille asetetut tuottovaatimukset.

Eräs haastateltava esitti, että vakavaraisuussäntely olisi pitänyt uudistuksessa tehdä joustavammaksi siten, että tuottovaade joustaisi paremmin markkinamuutoksiin järjestelmän tasolla. Tällöin markkinoiden tuottopotentiaali saataisiin haastateltavan mukaan hyödynnettyä, eikä se jäisi saavuttamatta sen vuoksi, että laitokset joutuvat muuttamaan allokaatioitaan vakavaraisuuskehikon vuoksi. Haastateltavan mukaan sijoitustoimintaa tehdään koko järjestelmässä lyhyellä aikahorisontilla ja allokaatioita muutetaan usein, jotta voitaisiin saavuttaa lyhyen aikavälin tavoitteet ja vakavaraisuusjärjestelmän vaatimukset. Tämä on tuottojen kannalta haitallista, kun esimerkiksi nykyisessä tilanteessa koko järjestelmän tasolla on realisoitunut korkojen laskettua ja osakkeiden kallistuttua uudelleensijoitusriski, kun kohteita on erääntynyt tai myyty ja niihin sijoitettu uudelleen pienemmällä tuotto-odotuksella. Haastateltavan mukaan ongelmalta oltaisiin välttytty velvoittamalla laitoksia pitämään pitempiaikaisia korkoinstrumentteja ja mahdollistamalla osakkeiden kokoaikainen pito.

Sääntelyn kehityksen konkreettisena vaikutuksena nähtiin, että kilpailuasetelma yksityisalojen laitosten kesken kiristyy entisestään, joka johtaa todennäköisesti kustannustietoisuuden lisääntymiseen sijoitus toiminnassa ja sitä kautta sijoitustoiminnan tehostamiseen. Eräs haastateltava arvioi, että suuremmat toimijat saanevat kilpailuetua pienempiin verrattuna sääntelyn lisääntyessä, sillä niiden on helpompi kantaa sen kiinteät kustannukset, mikä on haastateltavan mukaan hajautetun järjestelmän kannalta negatiivinen seikka. Eräs suhteellisen pientä laitosta edustava haastateltava näki sääntelystä seuraavan kilpailullisuuden kasvamisen merkitsevän pienempien laitosten osalta sitä, että niiden on kilpailussa menestyäkseen hyödynnettävä toimintansa pienempi kokoluokka entistä paremmin ja käytettävä hyväkseen sitä, että niiden toiminnan kokonaisuus on sääntelyn kannalta helpommin hallittavissa.

Sosiaali- ja terveysministeriön haastateltavan mukaan järjestelmän työnjaollinen lähtökohta on ollut ja tulee olemaan hajauttamisen kannalta tärkeä linjanveto siitä, että sijoituspäätökset tehdään laitoksissa. Sääntelijän roolina on asettaa yleiset raamit ja säännökset sijoitustoiminnalle ensisijaisesti riskienhallinnan näkökulmasta puuttumatta sijoituspäätöksiin. Haastateltavan mukaan vakavaraisuus uudistuksen käytännön vaikutukset sijoitustoimintaan vaihtelevat laitoksittain, mutta järjestelmän tasolla vaikutukset jäänevät pieniksi ja tulevat todennäköisesti näkymään lähinnä hajautuksen lisääntymisenä edelleen. Jatkossa sääntelyltä edellytetään edelleen toimivuutta kulloisessakin tilanteessa, jonka vuoksi sen toimintaa ja järjestelmän kehityssuuntaa on tarkkailtava jatkuvasti. Suomen työeläkejärjestelmän sääntelyn oletetaan pysyvän jatkossakin kansallisena, eikä erityistä näkemystä sen kehityssuunnista voida vielä esittää. Vaikka nyt pyritään toimimaan sen ajatuksen mukaan, että voimaantuva sääntely on nykyisessä tilanteessa paras mahdollinen, sitä on varmasti kehitettävä jatkossa.

5.5.2 Demografisten tekijöiden muutosten vaikutukset

Haastattelujen perusteella laitoksissa tiedostetaan hyvin, että maksutulojen ja eläke-etuuksien kassavirtojen kääntyvät koko järjestelmän tasolla alijäämäisiksi ja vaikka demografiset muutokset eivät suoraan vaikuta yksittäisten laitosten sijoitustoimintaan, niiden seurauksena sijoitustoiminnan on oltava koko järjestelmän tasolla entistä tuottohakisempaa. Tätä korostaa erään haastateltavan mukaan se, että järjestelmämme on osittainen jakojärjestelmä. Haastateltava

näki, että sijoitustuotoilla on erityisen suuri merkitys maksujen korotuspaineiden hillitsijänä ainakin vuoteen 2030 asti, johon mennessä suurten ikäluokkien eläköitymisen sekä työssäkäyvien sukupolvien pienenemisen aiheuttama huoltosuhteen heikentyminen on saatu järjestelmän tasolla tasattua. Haastateltava arvioi, että mikrotason sijoitustoiminta kohdeluokkien sisällä pysyy entisellään esimerkiksi kohdevalinnan osalta, mutta makrotasolla allokaatiot muuttuvat niin tuottohakuisiksi kuin mahdollista kulloinkin voimassa olevan sääntelyn mahdollistamissa rajoissa. Toinen haastateltava kuvasi tilannetta siten, että järjestelmässä ”on siirrytty uuteen regiimiin”, jolla voi olla suuria vaikutuksia. Haastateltavan mukaan rahoitusvaje ja tuotto netottuvat ja salkun koko pysyy samana keskimääräisen järjestelmän salkun tuotoilla, mutta matalilla tuotoilla salkut pienenevät euromääräisesti. Haastateltavan mukaan tämä näkyy jo Suomen pääomamarkkinoilla esimerkiksi siten, että kiinteistömarkkinoille on tullut uusia toimijoita paikkaamaan laitosten jättämää vajetta, kun laitoksilla ei enää ole mahdollisuutta rakentaa jatkuvasti lisää kiinteistöjä entiseen tapaan.

Toisena seurauksena demografisista muutoksista nähtiin likviditeetin merkityksen kasvaminen. Eräs haastateltava kuvasi, että kun rahastoituja eläkevaroja aletaan nyt purkamaan, likviditeetin merkitys sijoituskohteiden valinnassa kasvaa, vaikkakaan yksikään Suomen työeläkelaitoksista ei ole kansainvälisessä tarkastelussa merkittävän epälikvidi. Teoriassa epälikvidisyyttä voitaisiinkin vielä lisätä, mutta haastateltava ei pitänyt sitä järkevänä kassavirtojen riskienhallinnan kannalta. Likviditeettinäkökulman nähtiin korostuvan sen vuoksi, että lähivuosina kaikkien laitosten, myös Kevan, joka ei ole aiemmin ollut vastaavassa tilanteessa, on alettava käyttää myös sijoitustuottoja eläke-etuuksien maksamiseen. Erään haastateltavan mukaan muutos voisi näkyä käytännössä sijoitushorisonttien lyhenemisenä, vaikkakin koko järjestelmän tasolla negatiiviset kassavirrat ovat vielä melko marginaalisia.

Usea haastateltava toisaalta koki, ettei alijäämäisyys ole lopulta suuri ongelma sijoitustoiminnalle pitkällä aikavälillä, osin siksi, että järjestelmän ja sääntelyn uudistukset ovat keinoja vaikuttaa demografisia muutoksia vastaan. Eräs haastateltava totesi alijäämän olevan siinä määrin marginaalinen, että hänen mukaansa on tarpeetonta lisätä likviditeettiä merkittävästi sen vuoksi, eikä sillä ole merkittäviä vaikutuksia pitkällä aikavälillä. Haastatteluissa nähtiin, että eläkeuudistuksella on vastattu hyvin demografisten tekijöiden aiheuttamiin haasteisiin, ja niiden vaikutukset ovat hyvin mallinnettavissa ja hallittavissa. Erään haastateltavan mukaan suurten

ikäluokkien eläköitymistä suurempi ongelma on ihmisten keskimääräisen eläkeiän piteneminen, jota sitäkin on eläkeuudistuksen ja esimerkiksi vakavaraisuusuudistuksen keinoin pyritty hallitsemaan. Haastateltavan mielestä oli hyvä, että ”asiaan on tartuttu, siinä ollaan realisteja ja ollaan saatu päätöksiä aikaan”. Toinen haastateltava arvioi, että vaikka muutoksiin on varauduttu, seuraavien 10 – 15 vuoden aikana ne tulevat vaikuttamaan lisää järjestelmän keskeisiin elementteihin ja tuomaan mukanaan todennäköisesti vielä lisätoimia.

Esille nousi myös näkökulma siitä, että demografisten tekijöiden muutoksilla on vaikutuksia laitosten sijoitustoimintaan myös epäsuorasti niiden vaikuttaessa taloustilanteeseen ja korkomarkkinoihin. Suomessa joudutaan erään haastateltavan arvion mukaan tekemään väestön ikääntymisen vuoksi sisäistä devalvaatiota, joka vahvistaa korkojen matalaa tasoa siten, että korkotaso on ainakin seuraavat 5 vuotta nollassa. Toinen haastateltava arvioi, että demografiset tekijät vaikuttavat sijoitustoimintaan, mutta ”se tuntuu aika pieneltä näiden muiden murheiden rinnalla”, joilla hän viittasi pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden asettamiin haasteisiin.

5.5.3 Pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden kehityksen vaikutukset

Lähivuosien todennäköistä markkinakehitystä pidettiin kaikissa haastatteluissa huolestuttavana ja ennennäkemättömän vaikeina tuottopotentialin kannalta. Yleisesti nähtiin, että sekä korko- että osakemarkkinoiden kehitys vaikuttaa haastavalta ja että vaikutukset kohdistuvat lopulta koko järjestelmän kestävyYTEEN. Erään haastateltavan mukaan nyt on vaikeaa arvioida maailmantalouden kehitystä, sillä kun korkojen lasku on viime vuosina nostanut riskiä ja hintoja, niiden laskettua nyt reaalisesti nollassa vaikutukset markkinoihin voivat olla lähivuosina epäsuoria ja arvaamattomia. Toinen haastateltava nosti esille sen, että kaikki sijoituskohteet ovat yliarvostettuja ja erityisesti Euroopan talousalue on ongelmallisessa tilanteessa, kun Euroopan Keskuspankki ei ole onnistunut saamaan aikaan negatiivisia reaalikorkoja. Erään haastateltavan mukaan hänen edustamansa laitoksen vuotuisten reaalityottojen oltua noin 4 %, seuraavien viiden vuoden ajalle niiden tasoksi ennakoitiin 1 – 2 %. Eräs haastateltava arvioi koko maailmantalouden kasvuodotuksen olevan todella alhainen usean vuoden ajan, johtuen esimerkiksi Kiinan mittavista yli-investoinneista ja suurista demografisista muutoksista. Myös sosiaali- ja terveysministeriön haastateltava arvioi, että sijoitustoiminnan yleiset edellytykset tuottojen kannalta ovat

erikoislaatuiset ja haastavat. Laitoksilla on tulevaisuudessa entistä enemmän työtä tehtävänä kohtuullisen tuoton saamiseksi markkinoilta, ja lähivuosien haastava markkinatilanne on tiedostettu lainsäätäjänkin taholta.

Merkittävin pääomamarkkinoiden uudenlaista tilannetta luonnehtiva ilmiö ja tärkeä komponentti heikentyneen tuottopotentiaalin taustalla on haastattelujen perusteella nykyinen lähellä nollaa oleva reaalin korkotaso, joka voi korkosijoitusten madaltuneen tuottopotentiaalin lisäksi saada aikaan muitakin vielä vaikeasti arvioitavia vaikutuksia. Usean haastattelun mukaan vielä ei pystytäkään sanomaan, mitä pitkäaikaisia seurauksia nollakorkomarkkinoilla on, sillä vastaavaa tilannetta ei ole koskaan aiemmin ollut. Eräs haastateltava totesi olevan mahdollista, että lähellä nollaa oleva korkotaso on ”uusi normaali”. Usean haastateltavan arvion mukaan käytettävissä olevien tietojen perusteella vaikuttaa todennäköiseltä, että kyseessä on pitkäaikainen ilmiö; erään haastateltavan mukaan etenkin Euroopassa vaikuttaa tämän hetkisen tiedon perusteella siltä, että korkotaso ei lähde nousuun lähivuosina ja voi pysyä lähellä nollaa varsin pitkään.

Korkotason vaikutuksina nähtiin, että laitoksille asetetut tuottovaatimukset ovat vaikeita saavuttaa ja että laitokset tulevat ilmiön seurauksena vähentämään korkosijoitusten osuutta ja hakemaan tuottoa muilla tavoin, joista esimerkkinä eräs haastateltava mainitsi markkina-anomaliaita hyödyntävän systemaattisen riskipreemiosijoittamisen. Eräs haastateltava piti todennäköisenä, että nollakorkoisuus nostaa muiden sijoituskohdeluokkien arvoja jo siitä syystä, että perinteisesti turvaavasta tuottolähteestä ei saada enää tuottoja, ja pohti tästä voivan aiheutua uudenlaisia riskejä, joihin tulee varautua sijoitustoiminnassa. Korkotaso on haastateltavan mukaan erityisen suuri haaste Suomen työeläkelaitoksille, joiden taseesta korkosijoitukset ovat muodostaneet perinteisesti merkittävän osuuden ja tuoneet varmaa tuottoa. Ainakin seuraavat kaksi tai kolme vuotta tuotto-odotukset pysyivät matalina, elleivät osakemarkkinat jatka nousuaan, mitä haastateltava piti epätodennäköisenä niiden oltua nousussa viimeiset vuodet. Absoluuttisen matalat kokonaistuotot voivat trendinomaisiksi muuttuessaan vaikuttaa erään haastateltavan mukaan pidemmällä aikavälillä järjestelmän vakavaraisuuden ja varojen kehityksen kautta maksupaineisiin ja lopulta poliittisten mielipiteiden ja julkisen keskustelun kautta sääntelyyn.

Korkotasoon liittyen esille nousi huolenaiheena se, korkojen nousu, joka olisi pitkällä aikavälillä hyväksi, aiheuttaisi lyhyemmällä aikavälillä erityisen heikot tuotot tasapainoisille salkuille. Toisaalta eräs haastateltava koki, että korkotason nousu olisi toivottavaa, jos se johtuisi

talouskasvusta, jota hän piti pidemmällä aikavälillä tärkeimpänä asiana sijoitustuottojen kannalta. Haastateltavan mukaan joidenkin kohteiden on aina tuotettava muita huonommin, ja hetkellisistä tappioista huolimatta nousevat korot ja samanaikainen inflaatio olisivat hyvä skenaario myös Suomen työeläkelaitoksille. Investointien lisääntyminen taloudessa tarkoittaisi sitä, että pääomamarkkinat voisivat maailmanlaajuisesti normalisoitua talouskasvun kautta, jonka myötä pidemmällä aikavälillä sijoituskohteista voitaisiin saada riskivastaavia tuottoja entiseen tapaan.

Matalan tuottopotentialin toisena taustatekijänä on haastattelujen mukaan heikot osakemarkkinat. Erään haastateltavan mukaan Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden ylihinnottelu on johtanut niistä vahvasti riippuvaisten Euroopan osakemarkkinoiden tuottopotentialin heikkenemiseen. Haastateltava arvioi heikkojen markkinatuottojen johtuvan muun muassa siitä, että sijoituskohteiden tuotot eivät eroa riittävästi markkinoiden tuotoista ja siitä, että yleinen ilmapiiri tuottojen suhteen on negatiivinen esimerkiksi mediassa. Toinen haastateltava nosti esille keskuspankkien vaikutuksen osakemarkkinoihin. Kun keskuspankit ostavat osakkeita ”painetulla rahalla”, osakemarkkinat erkaantuvat fundamentaaliseen analyysiin perustuvista arvostuksista siten, että tulokset laskevat mutta kurssit nousevat. Tämän seurauksena etenkin listattuihin osakkeisiin sijoittaminen muuttuu haastavammaksi työeläkelaitoksille. Kolmas haastateltava arvioi, että osakemarkkinoiden kuvatussa tilanteessa laitosten sijoitustoiminnan keskimääräisiä tuottoja heikentää jo se, että vakavaraisuusjärjestelmä ohjaa sijoittamaan keskimäärin 35 % sijoitussalkusta osakkeisiin.

Markkinoiden likviditeetin nähtiin myös heikkenevän, minkä seurauksena laitosten on erään haastateltavan mukaan tehtävä sijoitustoimintaa kaikissa omaisuuslajeissa, etenkin korkosijoituksissa, jatkossa enemmän johdannaisilla, mikä tuo lisähaasteita niitä koskevan sääntelyn lisääntyessä etenkin pienemmille laitoksille sääntelyn kiinteiden kustannusten vuoksi. Toisaalta toinen suhteellisen pienen laitoksen haastateltava arvioi, että ennätyksellisen epälikvidit pääomamarkkinat itsessään voivat olla pienemmille ja ketterämmille laitoksille myös kilpailuetu, jos ne osaavat hyödyntää sen oikein.

Markkinoiden tuottopotentialin ja likviditeetin väheneminen johtanevat useiden haastattelujen mukaan todennäköisesti epälikvidien sijoituskohteiden käytön lisääntymiseen, koska niistä on saatavissa vielä tuottopotentialia, vaikka riskikin on suhteellisen korkea. Useampi haastateltava kertoi, että laitosten sijoitustoiminnassa on nyt järjestelmän tasolla havaittavissa ns. ”yield

hunting” -ilmiö, jossa raha siirtyy entistä riskisempiin ja epälikvidimpiin kohteisiin. Tämän nähtiin olevan seurausta keskuspankkipolitiikasta ja yleisistä trendeistä pääomamarkkinoilla, ja huolestuttavana koettiin se, että kaikki toimijat siirtyvät nyt sijoitustoiminnassaan tähän suuntaan. Erään haastateltavan mukaan sijoitustoiminnassa ei kannattaisi tehdä samaa, mitä kaikki muutkin tekevät, koska jos järjestelmää kohtaa ulkopuolinen shokki tai korot nousevat äkisti, koko järjestelmä on ongelmissa. Kyseinen haastateltava arvioi, että hänenkin edustamansa laitoksen on jossakin määrin siirryttävä epälikvidimpään ja riskisempään sijoittamiseen, joskin harkiten. Epälikviditeettipreemion suosion nähtiin ilmenevän jo nyt esimerkiksi private equity -sijoitusten ja kiinteistöjen hinnoittelussa; erään haastateltavan mukaan ”kaikilla on sama loistava idea”. Sosiaali- ja terveysministeriössä kyseessä nähtiin olevan maailmanlaajuinen eläkesijoittamisen ilmiö, jonka arvioitiin voivan laskea kohteiden tuotto-riski-suhdetta ja heikentää tuottopotentialiaa myös Suomen laitosten kannalta. Haastateltavan mukaan on luonnollista hakea tuottoja epälikvideistä kohteista, kun katettavat vastuutkin ovat pitkiä, mutta ylihinnoittelun vaara on ilmeinen. Infrastruktuurikohteisiin sijoittamisen nähtiin kasvavan paitsi epälikviditeettipreemion vuoksi, myös epäsuoremmin, koska julkisten varojen käytöstä infrastruktuuriin joudutaan leikkaamaan kansantalouden tilanteen vuoksi ja tästä syntyvää vajetta paikkaamaan tarvitaan yksityistä pääomaa.

Riskienhallinnan merkityksen laitosten sijoitustoiminnassa koettiin kasvaneen viime vuosina ja kasvavan edelleen jatkossa; eräs haastateltava kuvasi asiaa niin, että sijoitustoiminnan käytännön työstä yhä suurempi osa on riskienhallintaa ja siihen käytetään entistä enemmän yhä useampien ihmisten aikaa. Toisaalta nähtiin, että laitosten välinen kustannuskilpailu kiristyy tuottopotentialin heikkenemisen vuoksi ja tämän seurauksena ulkoistamisen hintapaine kasvaa johtaen siihen, että laitokset vähentävät sijoitustoiminnan ulkoistamista ja sijoittavat enenevässä määrin sisäisiin resursseihin.

Järjestelmän kestävyys kannalta tärkeänä nostettiin esille myös Suomen talouden tuottavuus ja suorituskyky. Eräs haastateltava totesi, että vielä sijoitustoimintaa tärkeämpää koko järjestelmän kannalta on suomalaisen työn kannattavuus ja kansantalouden toimintakyky, koska eläkkeet maksetaan suurimmalta osin työeläkemaksuilla. Haastateltavan mukaan julkisessa keskustelussa aliarvioidaan usein eläkevastuiden määrä suhteessa varoihin ja jätetään huomiotta sijoitustoimintaa koskevat haasteet. Hallituksen ja työmarkkinaosapuolten päätökset vaikuttavat haastateltavan

mukaan esimerkiksi valtion velkaantumisen ja kotimaisen työllisyyden kautta järjestelmän kestävyys enemmän kuin laitosten sijoitustoiminta. Suomalaisen työn säilyvyys ja riittävyys onkin järjestelmälle sijoitustoiminnan näkymiäkin suurempi haaste. Toinen haastateltava arvioi, että järjestelmän kestävyys on hyvissä kantimissa, mikäli talouskehitys on odotetulla tasolla, mutta odotettu heikompi talous heijastuu erityisesti yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaan korkeampina tuottopaineina.

Yleinen näkemys haastattelujen perusteella on se, että keskipitkä aikaväli tulee olemaan haastava koko järjestelmän tuottojen kannalta. Eräs haastateltava arvioi, että seuraavat kymmenenkin vuotta ovat haastavia vakavaraisuuden ylläpitämiseksi, ja tämän vuoksi on entistä tärkeämpää nostaa myös julkisessa keskustelussa esille ja kommunikoida edunsaajille se, että eläkejärjestelmä on riippuvainen maailmantalouden ja Suomen kansantalouden kasvusta ja hyvinvoinnista, eivätkä eläkelaitoksetkaan voi tuottaa, jos tuottoja ei ole saatavissa markkinoilta.

Vaikka tulevaisuus nähtiin haastavana, haastatteluissa ilmeni myös näkemys siitä, että pitkällä aikavälillä järjestelmän kestävyys säilyy. Erään haastateltavan mukaan järjestelmä on nyt demografisten muutosten ja heikon tuottopotentiaalin vuoksi eräänlaisessa ”ylimenovaiheessa”, jossa kerätyt rahastot auttavat. Haastateltava totesi, että varoja on kerätty juuri tällaisia tilanteita varten varmistamaan, että järjestelmän sukupolvien välinen sopimus toteutuu mahdollisimman hyvin ja että laitokset todella pyrkivät sukupolvien välisen tasa-arvon ja järjestelmän taloudellisen kestävyysmahdollisimman hyvään toteutumiseen, mitä ei valitettavasti usein huomioida julkisessa keskustelussa. Haastateltava arvioi, että laskuperusteiden mukaiset tuottotavoitteet tullaan todennäköisesti saavuttamaan lähivuosien hankaluuksista riippumatta pitkällä aikavälillä. Haastateltavan mukaan olisi tärkeää viestiä mahdollisimman hyvin edunsaajille ja julkiseen keskusteluun se, että järjestelmä kestää ja pyrkii pidentämään julkisessa keskustelussa käytettävää aikahorisonttia. Laitokset voisivatkin haastateltavan mukaan ottaa tässä yhteiskunnallisessa viestinnässä suuremman roolin kuin tähän mennessä.

6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Tutkimuskysymyksiin vastaaminen

6.1.1 Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan lähtökohdat

Tutkimuksen perusteella on ilmeistä, että tärkein yksityisalojen työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaa käytännön tasolla ohjaava tekijä on vakavaraisuusjärjestelmä. Vakavaraisuuden ylläpito koetaan laitoksissa sijoitustoiminnan tärkeimmäksi ja haastavaksi tavoitteeksi, ja laitoksen vakavaraisuusasema voi edellyttää toimenpiteitä sijoitusstrategian suunnittelun tasolta lähtien. Vaikka järjestelmä muodostaa laitoksille haasteita, sitä ei nähdä valtaosassa laitoksia vakavasti ongelmallisena. Vakavaraisuusjärjestelmään suhtaudutaan pääasiassa annettuna kehikkona, jonka puitteissa olemassaolevat mahdollisuudet pyritään mahdollisimman tehokkaasti hyödyntämään. Julkisalujen laitokset toimivat kukin omista lähtökohdistaan. Esimerkiksi Keva ja VER suhtautuvat sijoitustoimintaan hyvin erilaisin tavoin, johtuen yhtäältä Kevan teoreettisesti laitosten keskuudessa suurimmasta vapaudesta sääntelyn suhteen ja toisaalta VER:n ainutlaatuisesta roolista osana valtiota. Kevan erikseen täsmentämä tavoite maksutason tukemisesta on haastateltavan mukaan tapa täsmentää lakisääteinen ja lakea vaatimus varojen sijoittamisesta käytännön tasolle. Toisaalta VER:n sijoitustoimintaa määrittävät pitkälti valtiovarainministeriön antamat määräykset.

Tutkimus vahvistaa sekä haastattelujen että laitosten sijoitussalkkujen rakenteiden kehityksen (Taulukot 1 – 3) perusteella näkemystä siitä, että sijoitusten monipuolinen hajauttaminen on korostunut järjestelmän kehityksen myötä. Osakepainon merkityksellisyydestä työeläkelaitosten sijoitussalkuissa kertoo jo se, että riskinottoon sen kautta on kohdistettu sääntelyssä erityistä huomiota osaketuottosidonnaisen lisäakuutusvastuun muodossa. Osakepaino näyttäytyi tutkimuksessa myös käytännön sijoitustoiminnan tärkeänä lähtökohtana; sen merkitystä salkun kokonaistuoton että -riskin kannalta korostettiin useissa haastatteluissa. Koska vakavaraisuusjärjestelmän koetaan aidosti kannustavan laajaan hajauttamiseen ja riskienhallintaan useistakin eri näkökulmista, sen voidaan katsoa onnistuneen ainakin osittain tavoitteessaan varmistaa sijoitustoiminnan riskienhallinta.

Sijoitustoiminnan organisoinnissa ja käytännön työssä ei haastattelujen perusteella ole työeläkelaitoksille erityistä säännönmukaista tapaa toimia, vaan kukin laitos toimii itse parhaaksi katsomallaan tavalla. Yksityisalujen laitoksissa kilpailu eriyttää toimintaa. Useimmissa

haastatelluissa laitoksissa sijoitustoiminta oli organisoitu operatiivisen toiminnan osalta sijoituskohdeluokittain, mutta tavat jakaa vastuuta olivat näissäkin laitoksissa erilaisia. Sijoitustoiminnan päätöksentekoa kaikissa laitoksissa keskeisesti ohjaava työkalu on strateginen allokaatio, johon myös suhtaudutaan eri tavoin. Yhteistä on kuitenkin se, että kaikki laitokset käyttävät strategista allokaatiota sijoitustoiminnan ohjaamisen alkuvaiheessa sijoitussuunnitelman ensimmäisenä käytännön tasolle tuomisen välineenä ja määrittävät sillä salkun allokaation yleisimmällä tasolla. Julkisalojen työeläkelaitoksissa sijoitustoiminnan suunnittelu ja päätöksenteko on haastattelujen pohjalta tulkittuna pääpiirteissään samankaltaista kuin yksityiselläkin puolella, vaikka lähtökohdat päätöksenteolle ovatkin erilaiset kilpailun ja vakavaraisuusjärjestelmän puuttuessa. Haastattelujen perusteella laitoksissa pyritään hakemaan lisäarvoa lähtökohtaisesti aktiivisella sijoitustoiminnalla sekä makro- että mikrotasolla, aina markkinanäkemyksen ottamisesta yksittäisten kohteiden valintaan asti. Erityisesti laadukasta mikrotason sijoitustoimintaa korostettiin lisäarvon lähteenä.

Laitokset suhtautuvat ulkoistamiseen haastattelujen mukaan hyvin erilaisin tavoin. Lähes kaikki haastateltavat toivat itse esille ulkoistamisen hyötyjä ja haittoja sekä perusteluita sille, miksi heidän edustamassaan laitoksessa on päädytty valittuun ratkaisuun. Yleinen näkökanta oli se, että paineet ulkoistamiselle ovat kasvaneet ja alalla on alettu kiinnittää entistä enemmän huomiota kustannusrakenteisiin, kun lisäarvon tuottaminen on muuttunut vaikeammaksi. Haastattelut osoittivat, että eri kokoluokkia edustavissa laitoksissa ulkoistamisen hyötyjä ja kustannuksia punnitaan eri tavoin. Ulkoistamispäätöksiin vaikuttaa puhtaasti kustannusajattelun lisäksi muitakin asioita, kuten pyrkimys hallita ja toisaalta hajauttaa tietotaitoa ja päätöksentekoa.

6.1.2 Suomen työeläkejärjestelmän ja sen sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn ja valvonnan vaikutukset työeläkevakuuttajien sijoitustoimintaan

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta yleisesti, ettei työeläkelaitosten sijoitustoiminta eroa millään yhdellä selkeällä tavalla mistä tahansa muusta sijoitustoiminnasta. Kaikessa ammattimaisessa salkunhoidossa jokin - työeläkelaitosten tapauksessa sääntelyn, valvonnan ja järjestelmän muodostama kokonaisuus - muodostaa sijoitustoiminnalle reunaehdot, joiden puitteissa kukin sijoittaja pyrkii optimoimaan salkkunsaa ja tekemään hyvää hajautusta ja

kohdevalintaa. Erityispiirteet työeläkelaitosten sijoitustoiminnassa syntyvät juuri sijoitustoiminnan taustalla vaikuttavista järjestelmän piirteistä, jotka otetaan päivittäisessä salkunhoidossa annettuina reunaehtoina.

Erityisesti yksityisalojen laitosten haastatteluissa kävi selvästi ilmi, että järjestelmällä on merkittäviä vaikutuksia paitsi sijoitustoiminnan lähtökohtiin ja strategian tasolle, myös jokapäiväiseen operatiiviseen toimintaan. Keskeisenä järjestelmän asettamana haasteena koettiin tuottotavoitteen saavuttaminen ja vakavaraisuuden pitäminen hyvällä tasolla samaan aikaan. Koska vakavaraisuusasema asettaa rajat sille, kuinka paljon ja millaista riskiä laitos voi ottaa, järjestelmän vaikutukset käytännön sijoitustoimintaan riippuvat haastattelujen perusteella hyvin pitkälti siitä, millaisessa vakavaraisuusasemassa laitos kulloinkin on. Heikompi vakavaraisuusasema vaikuttaisikin tarkoittavan käytännössä sitä, että kilpailijoita suurempien tuottojen saavuttamiseksi riskiä on otettava enemmän mutta samaan aikaan sitä on myös hallittava paremmin. Tämän seurauksena sijoitustoimintaa on tehtävä kilpailijoista eroavalla tavalla, vakavaraisuusasemaa on jatkuvasti valvottava jokapäiväisen toimintakyvyn säilyttämiseksi ja strategistakin allokaatiota on tarvittaessa päivitettävä. Vakavaraisuusjärjestelmän tuottama kilpailuasetelma ohjaa yksityisalojen laitosten sijoitustoimintaa vahvasti siten, että sijoitustoimintaa tehdään lähtökohtaisesti suhteessa muihin laitoksiin.

Vakavaraisuusjärjestelmästä johtuvana ainutlaatuisena ja haastavana ominaispiirteenä nousi esille myös yksityisalojen laitosten vastuuelan volatiili luonne. Koska vakavaraisuus on vastuuelan ja sen katteena taseessa olevan sijoitusvarallisuuden suhde ja laitoksen pitäisi tuottaa keskimäärin vähintään vastuuelan tuottovaatimus pitkällä aikavälillä, voidaan ajatella, että järjestelmän tuotto kasvattaa vastuuelkaa jatkuvasti ja tämän kasvun katteeksi laitoksen on saatava tuottoa tai sen vakavaraisuus heikkenee. Vastuuelka on volatiili järjestelmän tuottojen suhteen eikä sitä voida tyypillisestä instituution sijoitustoiminnasta poiketen työeläkelaitoksessa ennustaa tai hallita, koska vastuuelan kasvu riippuu järjestelmän keskimääräisestä tuottovaatimuksesta eikä laitoksen omista vakuutusmaksu- ja korvausvastuista. Vastuuelan volatiliiteetti onkin haastattelujen perusteella hyvin olennainen mutta vain vähän esimerkiksi julkisessa keskustelussa ymmärretty tai esille tuotu tekijä, joka tekee yksityisalojen laitosten sijoitustoiminnasta erityistä ja haastavaa.

Julkisalojen laitosten osalta haastatteluissa nousi esille, että vaikka järjestelmä käytännössä mahdollistaisi sen, että ne tekisivät sijoitustoimintaa täysin omista lähtökohdistaan ja

pitkäjänteisemmin kuin yksityisaloiden työeläkevakuuttajat, ne eivät käytä kaikkia sen tarjoamia mahdollisuuksia. Sääntelyn vaikutukset julkisaloiden työeläkelaitosten käytännön sijoitustoimintaan ovat yksityisaloiden laitoksiin verrattuna vähäiset, mutta sijoitustoiminnassa ei ole perustavanlaatuisia eroja esimerkiksi sijoitussalkkujen rakenteiden suhteen (Taulukot 1 – 3).

Työeläkelaitosten edustajat esittivät haastatteluissa yhtenevän näkemyksen siitä, että järjestelmän ja sääntelyn kehitys on jatkuvasti mahdollistanut monipuolisempaa sijoitustoimintaa ja toisaalta ohjannut sijoitussalkkujen rakennetta vahvasti. Järjestelmässä nähdään sekä erilaisia hyviä puolia että kehityskohteita. Yleisin näkemys laitoksissa vaikuttaa haastattelujen perusteella kuitenkin olevan se, että eritoten uudistukset huomioiden vakavaraisuussäätely on järjestelmän kaikkien sidosryhmien kannalta optimaalisin realistisesti toteutettavissa oleva tapa säännellä toimintaa.

6.1.3 Erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan erot ja erityispiirteet

Tutkimuksen perusteella vaikuttaa ilmeiseltä, että yksityisaloiden ja julkisaloiden laitosten välillä on selkeä ero käytännön sijoitustoiminnassa ja sen suunnittelussa. Yksityisaloiden laitosten sijoitustoimintaa voidaan kuvailla sääntely-, kilpailu- ja riskienhallintalähtöiseksi, kun taas julkisaloiden laitoksilla omat sisäiset näkemykset ja laitosten toiminnalle asetetut ylätasoon tavoitteet muodostavat tavoitteenasetannan ja sitä kautta määrittävät sijoitustoimintaa, vaikka ne eivät olekaan muodollisia vaatimuksia. Julkisalojen laitosten sijoitustoiminta vaikuttaa tutkimuksen mukaan yksityisaloiden laitosten toimintaa merkittävästi vapaammalta ja erityisesti viimeisten viiden vuoden aikana myös paremmin onnistuneelta (Kuvio 5 ja Taulukko 5), vaikkakaan ne eivät ole hyödyntäneet kaikkia sallivamman sääntelykehikon antamia teoreettisia sijoitustoiminnan mahdollisuuksia (katso edellä; Taulukot 1 – 3). On huomattava, että julkisaloiden laitosten tuotot ovat paitsi nousseet, myös laskeneet yksityisaloiden laitosten tuottoja enemmän markkinoiden mukana (Kuvio 5). Vaikka tuottoerot yksityisaloiden laitoksiin verraten ovatkin hieman suurempia positiiviseen suuntaan, rajoittavampi sijoitustoiminnan kehikko vaikuttaa suurimpien tuottojen rajaamisen ohella myös suojanneen niitä suurimmilta potentiaalisilta tappioilta.

Työeläkeyhtiöiden ja eläkesäätiöiden ja -kassojen välisiin eroihin liittyen joissakin haastatteluissa nähtiin, ettei yleispäteviä eroja säätiöiden, kassojen ja yhtiöiden sijoitustoiminnassa itsessään voida

osoittaa. Tämä johtunee siitä, että molempien laitostyyppien sisällä erot yksittäisten laitosten välillä ovat merkittäviä; nämä erot johtuvat tutkimuksen mukaan yhtiöiden osalta ensisijaisesti resurssien määrästä ja säätiöiden ja kassojen osalta ammattitaidosta. Vaikuttaa kuitenkin selkeästi siltä, että säätiöiden ja kassojen ja yhtiöiden välillä on osoitettavissa eroja sijoitustoiminnan edellytyksissä. Säätiöiden ja kassojen yhtiöihin verrattuna suurempi painotus sijoittamisessa kiinteistöihin (Taulukot 1 ja 2) ja kotimaisiin kohteisiin johtunee osittain niiden keskimäärin rajoitetummista resursseista. Tutkimuksessa ilmeni myös viitteitä siitä, että säätiöiden ja kassojen omistajien eli työnantajien selkeät sijoituskohteita koskevat intressit voivat vaikuttaa salkun koostumukseen joko rajoittavasti tai mahdollistavasti. Säätiöiden ja kassojen historiallisesti parempaa onnistumista sijoitustoiminnan tuotoissa (Taulukko 5) ja vakavaraisuuden ylläpidossa (Kuviot 2 ja 3) vaikuttaisivat selittävän pääomitusmahdollisuuksien lisäksi myös juuri työnantajien selkeät intressit ja kevyen organisaation tuoma joustavuus. Selkein selitys paremmin onnistuneelle sijoitustoiminnalle vaikuttaa olevan mahdollisuus tehdä sijoitustoimintaa yhtiöitä pitkäjänteisemmin, joka johtuu sekä pääomitusmahdollisuuksista että työnantajien järkevästä päätöksenteosta. Tämä on mahdollistanut jatkuvasti paranevan vakavaraisuuden kautta myös kasvavan tuottopotentialin. Pidemmällä tarkasteluajanjaksolla säätiöt ja kassat ovat tuottaneet jopa julkisalojen laitoksia paremmin (Taulukko 5).

Kolmantena laitosten välisiin eroihin liittyvänä tekijänä nousi haastattelujen perusteella esille kokoluokan suuri merkitys, joka vaikuttaa olennaisesti laitosten sijoitustoimintaan toisaalta suurten laitosten eduksi esimerkiksi resursoinnin kautta ja toisaalta pienten laitosten eduksi esimerkiksi likviditeetin kautta, laitostyyppistä riippumatta. Suurempi koko ei tutkimuksen perusteella johda säännönmukaisesti parempaan tuottoon, vaan saattaa joissakin tapauksissa olla jopa rasite sijoitustoiminnalle.

Tutkimuksen perusteella ei ole ilmeistä, että jokin työeläkelaitostyyppi tai tietynkokoinen laitos olisi yksiselitteisesti muita parempi sijoitustoiminnan kannalta. Näin ollen lainsäätäjän esittämä malli monentyyppisiin ja -kokoisiin laitoksiin hajautetusta järjestelmästä vaikuttaa edelleen perustellulta ratkaisulta Suomen työeläkejärjestelmässä.

6.1.4 Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden näkymät

Tutkimuksen perusteella on ilmeistä, että Suomen työeläkejärjestelmän ja sen sääntelyn ja valvonnan kehitys on ennustettavimpia työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan tulevaisuuden edellytyksiin vaikuttavia tekijöitä. Yleisellä tasolla sääntelyn kehitys vaikuttaa tekevän laitosten sijoitustoiminnan tulevaisuudesta selkeämpää ja mahdollistavampaa, joskin uuden sääntelyn implementoinnissa on odotettavissa haasteita etenkin pienten laitosten osalta. Osassa järjestelmään liittyviä muutoksia nähdään alalla myös ongelmakohtia ja epävarmuutta, minkä lisäksi kilpailullisuuden koetaan lisääntyvän jatkossa. Tutkimuksen perusteella voidaan kuitenkin todeta, että uusi vakavaraisuusjärjestelmä ja erityisesti OLV:n nosto osana sitä sekä vaatimus ORSA:sta tulevat yhtäältä mahdollistamaan aiempaa monipuolisemman ja vapaamman sijoitustoiminnan yksityisalojen laitoksille. Toisaalta ne tulevat edellyttämään aiempaa enemmän ja tarkempaa raportointia sekä standardisoimaan niiden riskienhallintaa niin, että se voi kehittyä aiempaa paremmaksi ja säännöllisemmäksi. Heikon vakavaraisuuden tilanteisiin on valmistauduttava jatkossa uusin tavoin. Julkisalujen laitoksiin liittyen merkittävin järjestelmän kehitykseen liittyvä muutos on sote-uudistus, jolla voi olla merkittäviä vaikutuksia kunnallisen eläkejärjestelmän taloudelliselle kestävyydelle. Kunnallisen eläkejärjestelmän maksutulojen pieneneminen uudistuksen seurauksena voi johtaa Kevan sijoitustoiminnan tuottopaineiden merkittävään kasvuun.

Yhteiskunnan demografiset muutokset aiheuttavat muutospaineita laitosten sijoitustoiminnalle epäsuorasti sitä kautta, että ne koettelevat työeläkejärjestelmän rahoitusmallia. Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että demografisten tekijöiden muutokset kasvattavat työeläkelaitosten sijoitusten tuottopaineita ja lisäävät sijoitustoiminnan haasteellisuutta jatkossa, kasvattaen esimerkiksi likviditeetin merkitystä sijoituskohteiden valinnassa.

Eniten muutospaineita ja epävarmuutta laitosten sijoitustoiminnan tulevaisuuteen luo pääomamarkkinoiden ja maailmantalouden kehitys. Tutkimuksen mukaan alan toimijoiden keskuudessa ollaan yksimielisiä siitä, että markkinat ovat uudessa tilanteessa ja jatkossa on aiempaa vaikeampaa tuottaa lisäarvoa sijoitusmarkkinoilla. Selkeinä osasyinä tähän voidaan esittää pitkittyneinä ilmiöinä vaikuttavat matalat korot, korkealle hinnoitellut osakkeet, euroalueen kriisi sekä pääomamarkkinoiden yleinen epävarmuus. Seurauksena näistä seikoista voidaan jatkossa arvioida olevan riskipreemion hakeminen uusista lähteistä, esimerkiksi epälikvideistä sijoituskohteista ja systemaattisista markkina-anomaliaista, joka voi aiheuttaa haasteita

demografisten muutosten korostaessa toisaalta likviditeetin merkitystä. Lisäarvon haenta makrotason allokaatiolla tulee todennäköisesti olemaan jatkossa nykyistä olennaisemmassa roolissa mikrotason ohella kilpailullisuuden kasvaessa ja omaisuusluokkien tuottopotentiaalien muuttuessa. Johdannaisten käyttö osana sijoitussalkkua on ollut alalla nousussa ja johdannaisia tullaan todennäköisesti käyttämään jatkossa aiempaa enemmän. Sääntelykehityksen ohella markkinoiden haastavat olosuhteet tulevat korostamaan entisestään riskienhallinnan merkitystä yhtenä työeläkelaitosten sijoitustoiminnan olennaisimmista prosesseista.

Työeläkelaitosten sijoitustoiminnan tulevaisuudessa on selkeästi haasteita, jotka muodostuvat monen tekijän yhteisvaikutuksista. Yhtäältä eläkejärjestelmän taloudellinen kestävyys kohtaa aiempaa enemmän epävarmuutta ja toisaalta sijoitustoiminta vaikuttaa maailmanlaajuisesti muuttuvan hankalammaksi. Järjestelmän, sääntelyn ja valvonnan mukauttamisella muutoksiin sekä laitoksista itsestään lähtevällä sijoitustoiminnan kehittämällä riskienhallinnallisempaan ja edelleen monipuolisemmista lähteistä tuottoa hakevaan suuntaan on kuitenkin mahdollista tasoittaa negatiivisia vaikutuksia. Tutkimuksen perusteella vaikuttaa siltä, että seuraavat vuodet tulevat olemaan erityisesti heikon vakavaraisuuden laitosten sijoitustoiminnalle haastavia, mutta pitkällä aikavälillä työeläkejärjestelmän kestävyys on turvattu sillä edellytyksellä, että Suomen talouskasvun ja työllisyyden kehitys on vähintään ennusteiden mukaista eikä odotettua merkittävästi heikompaa.

6.2 Tutkimuksen arviointia sekä jatkotutkimusaiheita

Tutkimuksen luotettavuutta ja pätevyyttä voidaan arvioida reliaabeliuden ja validiuden käsitteillä. Tutkimuksen reliaabelius tarkoittaa sen kykyä tuottaa toistettavia, ei-sattumanvaraisia tuloksia, joilla on syy-yhteys tutkittavaan ilmiöön ja sen osalta on huomattava, että sisällönanalyysi on aina riippuvainen analyysin tekijän tulkinnasta, eikä näin ole koskaan täysin objektiivinen. Eskolan ja Suorannan mukaan (1998, 208 – 2010) kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkija joutuu jatkuvasti tekemään valintoja ja ottamaan kantaa sekä aineiston analyysiin että työnsä luotettavuuteen ja koko tutkimuksen arviointi voidaan pelkistää kysymykseen tutkimusprosessin luotettavuudesta. Ryan, Scapens ja Theobald (2002, 155) esittävät, että reliaabelissa case-tutkimuksessa tutkimuksen suunnittelu ja käytäntö vastaavat tavoitteita, aineisto kerätään johdonmukaisesti ja sen analyysi

dokumentoidaan hyvin. Tätä tutkimusta voidaan pitää aineistonkeruun ja -analyysin osalta reliaabelina, sillä se on pyritty tekemään mahdollisimman objektiivisesti ja johdonmukaisesti aineiston sisältöä vääristelemättä. Aineiston litterointi ja analyysi on tehty tutkijan omaan harkintaan perustuen ja dokumentoitu avoimesti.

Tutkimuksen validius tarkoittaa sen kykyä mitata juuri sitä, mitä sen on tarkoituskin mitata. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 231) Keskeistä on, että aineiston ja ilmiöiden kuvaus sopii niiden selitykseen ja tulkintaan ja että tutkimuksen toteutus on selostettu tarkasti. Lisäksi validissa kvalitatiivisessa tutkimuksessa aineiston luokittelu ja tulosten tulkinta on perusteltu. (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2010, 231 – 232.) Validius voidaan edelleen jakaa sisäiseen validiuteen, joka toteutuu silloin, kun havaitut tutkimustulokset todella johtuvat tutkituista seikoista, ja ulkoiseen validiuteen, joka toteutuu silloin, jos tutkimustulokset ovat yleistettävissä. Ulkoisen validiuden uhkia ovat tutkimusaineiston, tutkimusajankohdan ja tutkimusympäristön valintaan liittyvät tekijät. (Ryan, Scapens & Theobald, 2002, 122 – 124) Haastatteluaineisto oletetaan tutkimuksessa validiksi ja sen sisältö riittäväksi kuvaukseksi haastateltujen toimijoiden näkemyksistä omansa ja muiden laitosten sijoitustoiminnasta. Vaikka aineiston informatiivisuudesta syntyi tutkimuksessa luotettava kuva, validiusoletukseen on suhtaduttava tietyllä kriittisyydellä. Sijoitustoiminnan ollessa yksityisalojen laitoksille merkittävä kilpailutekijä on selvää, ettei haastattelutilanteessa käsitellä kaikkia siihen liittyviä seikkoja. Yksityiskohtaista ja täysin ajantasaista tietoa sijoitustoiminnan suunnittelun ja toteutuksen strategioista ja niiden taustoista tutkimuskäyttöön ei ole realistista saada. Tutkimusasetelmaa itsessään voidaan pitää sisäisesti validina, sillä aineiston analyysissä on pyritty huomioimaan vain tutkimusasetelmaan kuuluvat käsitteet ja seikat. Tutkimustulosten ulkoisen validiuden osalta on huomioitava tehdyt rajaukset tutkimusaineiston, tutkimusajankohdan ja tutkimusympäristön suhteen. Tutkimuksessa on keskitytty työeläkevakuuttajista tehtyyn otokseen, jonka on oletettu kuvaavan hyvin alaa. Laitosten sijoitustoiminnan kannalta mielenkiintoisten ja ajankohtaisten teoreettisten lähtökohtien valinta on tarkentunut ja osin muuttunut tutkimuksen teon aikana. Lähtökohdat tulevat muuttumaan jatkossakin. Tämä on pyritty huomioimaan mahdollisimman hyvin niin, että tutkimus antaisi ajankohtaisen kuvan laitosten sijoitustoiminnan tilanteesta vuoden 2016 aikana ja sen tulevaisuuden näkymistä vuodesta 2017 eteenpäin.

Muutoksia on tapahtumassa siinä määrin, että mielenkiintoisia jatkotutkimusaiheita syntyy muutaman vuoden sisällä laitosten alkaessa sopeutua uuteen sääntelyyn ja markkinaolosuhteisiin. Laitosten sijoitustoimintaa voitaisiin perustellusti arvioida myöhemmin tässä tutkielmassa esitettyjä tulevaisuuden muutostekijöitä ja niiden esille nousseita vaikutuksia vasten. Olisi mielenkiintoista tutkia sääntelyn kehityksen vaikutuksia, esimerkiksi yksityisalojen laitosten sopeutumista uuteen vakavaraisuuskehikkoon, OLV:n nostoon tai ORSA:n. Toisaalta laitosten sijoitustoiminnan sopeutumista pääomamarkkinoiden kehitykseen, esimerkiksi nollakorkomarkkinoihin tai likviditeetin merkityksen kasvun ja epälikvidien sijoituskohteiden tuottopotentialin hyödyntämisen tasapainottamiseen voitaisiin hyvin perustellusti tutkia jatkossa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuus

Aggarwal, Reena; Erel, Isil; Ferreira, Miguel & Matos, Pedro. 2010. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100, 2011. 154 – 181.

Altınkılıç, Oya; Hansen, Robert S. & Ye, Liuye. 2015. Can analysts pick stocks in the long run? *Journal of Financial Economics*, 119, 2016. 371 – 398.

Barr, Nicholas & Diamond, Peter. 2010. *Pension reform: a short guide*. Oxford: Oxford University Press.

Braumüller, Peter. & Warzilek, Alexander. 2011. Insurance and Financial Stability. Artikkeliteoksessa: Liedtke, Patrick M., Monkiewicz, Jan. (toim.) *The Future of Insurance Regulation and Supervision: A Global Perspective*. 64 – 72. Lontoo: Palgrave Macmillan.

Berk, Jonathan B. & van Binsbergen, Jules H. 2015. Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 118, 2015. 1 – 20.

Bodie, Zvi; Kane, Alex & Marcus, Alan. 2014. *Investments*. New York: McGraw Hill Higher Education.

Bollen, Nicholas P. B. & Busse, Jeffrey A. 2005. Short term persistence in mutual fund performance. *The Review of Financial Studies*, vol. 18, no. 2. 569 – 597.

Bradley, Daniel; Pantzalis, Christos & Yan, Xiaojing. 2015. The influence of political bias in state pension funds. *Journal of Financial Economics*, 119, 2016. 69 – 91.

Collie, Bob & Anselm, Charles. 2013. *Measuring the success of a managed volatility investment strategy*. Russell Investments.

Chen, Xia; Harford, Jarrad & Li, Kai. 2007. Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86, 2007. 279 – 305.

Cremers, Martijn; Ferreira, Miguel A.; Matos, Pedro & Starks, Laura. 2016. Indexing and active fund management: International evidence. *Journal of Financial Economics*, 120, 2016. 539 – 560.

Dass, Nishant; Nanda, Vikram & Wang, Qinghai. 2013. Allocation of decision rights and the investment strategy of mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 110, 2013. 254 – 277.

Degiannakis, Stavros; Floros, Christos & Livada, Alexandra. 2012. Evaluating Value-at-Risk models before and after the financial crisis of 2008. *Managerial Finance*, Vol. 38, Issue 4. 436 – 452.

Dimson, Elroy & Marsh, Paul. 2000. *Market Efficiency. The Current State of Business Disciplines*. Vol. 3. Spellbound Publications. 959 – 970.

Ebbinghaus, Bernhard. (toim), 2011, *The varieties of pension governance: pension privatization in Europe*. Oxford: Oxford University Press.

- Eskola, Jari & Suoranta, Juha. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Vastapaino.
- Fama, Eugene F. 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. 1998. *Journal of Financial Economics*, 49, 1998. 283 – 306.
- Fama, Eugene F. 1965. The Behavior of Stock-Market prices. *The Journal of Business*, vol. 38, 1, 1965. 34 – 105.
- Ferreira, Miguel A. & Matos, Pedro. 2008. The color of investors' money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88, 2008. 499 – 533.
- Fich, Eliezer M.; Harford, Jarrad & Tran, Anh L. 2015. Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, 118, 2015. 21 – 48.
- Golez, Benjamin & Marin, Jose M. 2014. Price support by bank-affiliated mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 155, 2014. 614 – 638.
- Grinblatt, Mark & Keloharju, Matti. 1999. The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set, *Journal of Financial Economics*, 55, 2000. 43 – 67.
- Hilli, Petri & Pennanen, Teemu. 2011. Työeläkejärjestelmän rahoituksen uudistamistarpeet. Teoksessa: Johanson, Jan-Erik; Lassila, Jukka & Niemelä, Heikki (toim.). 2011. Eläkevalta Suomessa. Helsinki: Unigrafia Oy. 74 – 86.
- Hirsjärvi, Sirkka & Hurme, Helena. 2011. Teemahaastattelu. Tallinna: Raamatutrükikoda.
- Hirsjärvi, Sirkka; Remes, Pirkko & Sajavaara Paula. 2010. Tutki ja kirjoita. Hämeenlinna: Kariston Kirjapaino Oy.
- Hull, John. 2015. Risk Management and Financial Institutions. 4th Edition. Westford: Courier Westford.
- Jiang, Hao. 2009. Institutional investors, intangible information, and the book-to-market effect. *Journal of Financial Economics*, 96, 2010. 98 – 126.
- Jiang, George J.; Yao, Tong & Yu, Tong. 2007. Do mutual funds time the market? Evidence from portfolio holdings. *Journal of Financial Economics*, 86, 2007. 724 – 758.
- Järvelä, Heli. 2004. Vakuutustalous. Helsinki: Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus Oy.
- Järvinen, Satu. 2008. Sijoitustoiminta suomalaisissa työeläkevakuutusyhtiöissä 2000-luvulla. Pro gradu -tutkielma Tampereen yliopistossa.
- Kuntanen, Sara. 2013. Henkivakuutusyhtiön sijoitustoiminta ja markkinariskien hallitseminen Solvenssi II -vakavaraisuuskehikossa. Pro gradu -tutkielma Turun yliopistossa.
- Lassila, Jukka & Valkonen Tarmo. 2011. Pitäisikö työeläkevarojen sijoittamisella olla muitakin tavoitteita kuin tuottavuus ja turvaavuus? Teoksessa: Johanson, Jan-Erik; Lassila, Jukka & Niemelä, Heikki (toim.). 2011. Eläkevalta Suomessa. Helsinki: Unigrafia Oy. 52 – 69.
- Llewellyn, Jonathan. 2011. Institutional investors and the limits of arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 102, 2011. 62 – 80.

Malkiel, Burton G. 2003. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1. 59 – 82.

Majapuro, Milja. 2012. Suomen työeläke markkinat ja eläkelaitosten välinen kilpailu. Pro gradu -tutkielma Tampereen yliopistossa.

Markowitz, Harry M. 1952. Portfolio selection. *Journal of Finance*, Vol. 7 Issue 1, 1952. 77 – 91.

Markowitz, Harry M. 1959. Portfolio selection: efficient diversification of investments. New York: Wiley.

Mäkinen, Olli. 2008. Hedgerahastot työeläkevakuutusyhtiöiden sijoituskohteena - Näkökulmana vastuullinen sijoittaminen. Pro gradu -tutkielma Tampereen yliopistossa.

Montier, James. 2009. Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

Ng, Lilian & Wang, Qinghai. 2004. *Journal of Financial Economics*, 74, 2004. 343 – 366.

Pastor, Lubos; Stambaugh, Robert F. & Taylor, Lucian A. 2014. Scale and skill in active management. *Journal of Financial Economics*, 116, 2015. 23 – 45.

Ryan, Bob; Scapens, Robert W. & Theobald, Michael. 2002. Research Method and Methodology in Finance and Accounting. Lontoo: Thompson Business Press.

Sorsa, Ville-Pekka. 2011. Työeläkejärjestelmä ja finanssoitumisen haasteet. Teoksessa: Johanson, Jan-Erik; Lassila, Jukka & Niemelä, Heikki (toim.). 2011. Eläkevalta Suomessa. Helsinki: Unigrafia Oy. 92 – 117.

Sosiaali- ja terveysministeriö. 2016. Eläkesäätiölain ja vakuutuskassalain uudistamista selvittäneen työryhmän loppuraportti. Sosiaali- ja terveysministeriön raportteja ja muistioita 2016:6. Helsinki: Sosiaali- ja terveysministeriö.

Sosiaali- ja terveysministeriö. 2015. Hallituksen esitys eduskunnalle eläkelainsäädännön muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Esityksen pääasiallinen sisältö. Luonnos 19.5.2015. Helsinki: Sosiaali- ja terveysministeriö.

Suomen Pankki. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. 2009. Rahoitusmarkkinaraportti 3/2009. Helsinki: Suomen Pankki.

Tenhunen, Sanna, & Vaitinen, Risto (toim.). 2013. Eläketalous. Helsinki: Finanssi- ja vakuutuskustannus Finva.

Teo, Melvyn & Woo, Sung-Jun. 2004. Style effects in the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 74, 2004. 367 – 398.

Tuomi, Jouni & Sarajärvi, Anneli. 2009. Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi. 11. uudistettu laitos. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Zweifel, Peter & Eisen, Roland. 2012. Insurance Economics. Springer International Publishing.

Oikeudelliset lähteet

Eläkesäätiölaki. 29.12.1995/1774.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi. HE 279/2014.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta sekä eräksi muiksi laeiksi. HE 31/2016.

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi työeläkelakien ja eräiden muiden lakien muuttamisesta. HE 120/2016.

Julkisten alojen eläkelaki. 81/2016.

Julkisten alojen eläkelakien voimaannanolaki. 82/2016.

Kunnallinen eläkelaki. 13.6.2003/549.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja vastuuvelan kattamisesta. 1114/2006.

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä. 25.4.1997/354.

Laki työeläkevakuutusyhtiöistä annetun lain muuttamisesta. 20.3.2015/318.

Laki valtion eläkerahastosta. 22.12.2006/1297.

Työntekijän eläkelaki. 19.5.2006/395.

Vakuutuskassalaki. 27.11.1992/1164.

Internet-lähteet

Cusack, Julien. 2012. Eurozone Exposure – the Debt Crisis Impact on (Re)Insurers. Artikkelin Aspen Insurance Holdings Limited –vakuutusyhtiön Internet-sivuilla. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: <https://www.aspen.co/Articles1/2011/Q4-2011/Eurozone-Exposure---how-the-debt-crisis-impacts-reinsurers/>

ETK. Julkisten alojen eläkelaitokset. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elakejarjestelman-hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/julkisten-alojen-elakelaitokset

ETK. Julkisten alojen työeläkesijoitukset. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/sijoitustoiminta/julkiset-alat

ETK. Eläkekassat. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elakejarjestelman-hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/elakekassat

ETK. Eläkesäätiöt. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elakejarjestelman-hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/elakesaatiot

ETK. Miksi eläkeuudistusta tarvitaan? Eläketurvakeskuksen ylläpitämät eläkeuudistus.fi -Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: elakeuudistus.fi/tavoitteet-ja-taustat/miksi-elakeuudistusta-tarvitaan.html

ETK. Suomi neljänneksi kansainvälisessä eläkevertailussa. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/tiedote/suomi-neljanneksi-kansainvalisessa-elakevertailussa

ETK. Työeläkevakuutusyhtiöissä suurin osa työeläkevakuutetuista. Eläketurvakeskuksen Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elakejarjestelman-hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/tyoelakevakuutusyhtiot

ETK. Uudistuksen sisältö. Eläketurvakeskuksen ylläpitämät eläkeuudistus.fi -internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: elakeuudistus.fi/uudistuksen-sisalto-2.html

Finanssivalvonta. Valvottavat. Tietokanta Finanssivalvonnan Internet-sivuilla. Viitattu 12.01.2017.. Saatavissa: finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Valvottavat/Pages/Valvottavat.aspx

Keva. Julkisten alojen eläkelaki ja Keva-laki vahvistettu. Kevan Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: keva.fi/fi/tietoa_meista/uutiset/Sivut/julkisten-alojen-elakelaki-ja-keva-laki-vahvistettu.aspx

Mercer. Melbourne Mercer Global Pension Index. Konsultointiyritys Mercerin Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: mercercor.com/our-thinking/mercercor-melbourne-global-pension-index.html

Sosiaali- ja terveysministeriö. Työeläkelaitosten vakavaraisuussäännösten uudistaminen. Sosiaali-terveysministeriön Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: <http://stm.fi/vakuutusasiat/vakavaraisuusuudistus>

Sosiaali- ja terveysministeriö. Työeläkevakuutusyhtiöiden laadittava riski- ja vakavaraisuusarvio. Tiedote 35/2016. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: stm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/tyoelakevakuutusyhtioiden-laadittava-riski-ja-vakavaraisuusarvio

Sosiaali- ja terveysministeriö. Työryhmältä ehdotus uudeksi eläkesäätiö- ja vakuutuskassalaiksi. Tiedote 15/2016. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: stm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/tyoryhmalta-ehdotus-uudeksi-elakesaatio-ja-vakuutuskassalaiksi

TELA. Eläkesanasto. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/tyoelakejarjestelma/sanasto

TELA. Eläkesäätiö- ja kassalain uudistus. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/elakesaatio_ja_kassalain_uudistus

TELA. Erilaiset työeläkevakuuttajat. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/erilaiset_vakuuttajat

TELA. Sijoitusanalyysi. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/sijoitusanalyysi

TELA. Sijoitusvarojen kehittyminen. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/sijoitusvarojen_kehittyminen

TELA. Työeläkejärjestelmän toimeenpano ja kustannukset. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/toimintakulut

TELA. Työeläkejärjestelmän perusteet. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/jarjestelman_perusteet

TELA. Työeläketalouden perusteet. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/tyoelaketalouden_perusteet

TELA. Vakavaraisuuslaskenta. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/vakavaraisuuslaskenta

TELA. Vakavaraisuusuudistus. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/vakavaraisuusuudistus

TELA. Vastuulaskenta. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/vastuulaskenta

TELA. Vastuu- ja vakavaraisuustilastot. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/vastuu_ja_vakavaraisuustilastot

TELA. Viranomaisvalvonta. Työeläkevakuuttajat TELA ry:n Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: tela.fi/valvonta

VER. Ohjaus ja valvonta. Valtion Eläkerahaston Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: ver.fi/fi-FI/VER_toimijana/Ohjaus_ja_valvonta

VER. Päätehtävä. Valtion Eläkerahaston Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: ver.fi/fi-FI/VER_toimijana/Paatehtava

VER. Strategia. Valtion Eläkerahaston Internet-sivut. Viitattu 12.01.2017. Saatavissa: ver.fi/fi-FI/VER_toimijana/Strategia

LIITE 1: TYÖELÄKELAITOSTEN HAASTATTELURUNKO

Työeläkelaitoksissa toteutettujen haastattelujen neljä yleistä teemaa ovat seuraavat:

1. Kuinka edustamassasi työeläkelaitoksessa lähestytään yleisellä tasolla sijoitustoimintaa ja millaisista lähtökohdista sitä tehdään?
2. Miten koet, että Suomen työeläkejärjestelmän ominaisuudet ja sen sijoitustoimintaa koskeva sääntely ja valvonta vaikuttavat edustamasi työeläkelaitoksen sijoitustoimintaan käytännössä?
3. Millaisia eroja ja erityispiirteitä erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa mielestäsi on ja mikä niitä voisi selittää?
4. Millaiset näkymät tiedossa olevat sääntelyuudistukset ja demografioiden ja markkinoiden kehityssuunnat mielestäsi luovat erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle tulevaisuudessa?

LIITE 2: SOSIAALI- JA TERVEYSMINISTERIÖN HAASTATTELURUNKO

Sosiaali- ja terveysministeriössä toteutetun haastattelun neljä yleistä teemaa ovat seuraavat:

1. Millaisista lähtökohdista sosiaali- ja terveysministeriö on valmistellut työeläkejärjestelmän sääntelyuudistuksia, ja millaisiin vaikutuksiin niillä pyritään?
2. Millaisia eroja ja erityispiirteitä erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnassa mielestäsi on ja mistä ne voisivat johtua?
3. Millaiset näkymät tiedossa olevat sääntelyuudistukset ja demografisten tekijöiden ja talouden kehityssuunnat mielestäsi luovat erilaisten työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnalle tulevaisuudessa?
4. Millaisia toimenpiteitä tulevaisuus edellyttää sääntelyn näkökulmasta?